

2020 年 09 月 15 日

酱香潮起，沉者为金

——酱香酒行业深度

看好

相关研究

"贵州茅台(600519) 深度: 从过去到未来: 时间玫瑰, 绚烂绽放" 2020 年 7 月 2 日

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

田荣振 A0230120070003
tianrz@swsresearch.com

联系人

田荣振
(8621)23297818×转
tianrz@swsresearch.com

本期投资提示:

- **“三高三长”工艺打造酱香型白酒独特竞争力。**酱香型白酒工艺可以细分为坤沙、碎沙、翻沙三种，其中坤沙最具代表性。坤沙酱香酒工艺讲究“三高三长”，“三高三长”工艺对酿酒原料、酿造时间、当地气候特征等条件有着极高的要求，因此优质酱香酒产区被严格限制在赤水河流域。优质酱香酒产能扩张具有天花板，天生具备稀缺性。
- **2018 年酱酒规模爆发式增长，规模已达千亿以上。**2018&2019 年酱香型白酒收入增速均在 20%以上，2019 年酱酒产量达到 55 万吨，同比增长 10%，总收入规模达到 1350 亿，同比增长 23%。酱香型白酒的发展可分为三个阶段：2010-2012 年的盲目扩张期、2013-2017 年的深度调整期、2018 年至今的快速成长期。
- **酒企积极扩张产能，未来十年行业产能翻倍。**酱香酒有明显的产区限制，最优质的酱香酒生产依赖于赤水河流域独有的糯性高粱、紫红窖泥、湿热气候及微生物群。而赤水河流域优质酱香酒产能具有天花板，因此产能是酒企未来进行竞争的关键，各酒企均积极进行产能扩张。当前赤水河流域主要酱香酒企业产能为 18.43 万吨，目标产能 36.66 万吨，10 年内赤水河流域主要酱酒产能将翻倍增长。
- **从价格带看，当前主流酱酒集中于次高端，未来或呈“T”字型格局。**当前主流酱香酒产品均占位 300-800 元次高端价格带，且集中度较高，主流单品占据 50%以上市场份额。我们认为，成长为酱香次高端大单品需具备以下条件：1、深厚的历史积淀和品牌底蕴；2、优质产能及充足的老酒储备支撑；3、产品品质高；4、优秀的渠道运作及营销能力。当前酱酒对浓香次高端形成一定冲击，具备较强品牌力支撑的郎酒及习酒已经开始积极布局高端价格带，但高端酒的品牌忠诚度极高，短期内无法冲击到当前高端酒稳固的行业格局。
- **从区域格局看，目前酱香酒分布呈现出明显的区域集中特征。**贵州是酱酒的大本营市场，广东、山东、河南为酱酒消费最强势的市场，未来，酱香酒有望受益于现有强势区域的进一步下沉，以及空白市场的开拓，从区域集中走向泛全国化。我们认为，酱酒全国化需要具备以下条件：1、具有深厚的历史积淀和品牌基础；2、拥有全国化的产能支撑；3、高品质的全国化大单品；4、强势的大本营基地市场；5、全国化的渠道运作和营销能力。白酒的全国化尤其是深度全国化是非常不容易的，我们认为，酱酒的全国化还有很长的路要走。
- **当下郎酒、习酒、国台等酱香酒企业发展迅速。**郎酒历史源远流长，曾两度获得国家名酒称号，拥有名酒基因；核心领导人管理能力出色，民企体制下高管激励充分；产品布局酱浓兼三大香型，核心大单品青花郎红花郎表现突出；通过扶大商树好商，渠道模式灵活调整。习酒作为茅台集团子公司，基因特殊；核心领导人出身茅台，积极有为；核心大单品窖藏 1988 成为第二大酱香酒单品，表现强势；省外收入占比接近三分之二，省外扩张迅速推进。国台管理层持股，激励充分；以国台国标为核心单品，产品结构不断提升；采用股权商模式，深度绑定经销商利益。
- **风险提示：**酱香酒产能过度扩张导致量价失衡，经济下行影响中高端白酒整体需求。



申万宏源研究微信服务号

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.nblax520.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

扫码加微信lax98988领取资料



全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注 学习)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

- 1、东方性经
 - 2、印度 17 式
 - 3、口交技巧 3 部
 - 4、港台性姿势 3 部
 - 5、365 性姿势 6 部
 - 6、泰国性爱密经 17 式
 - 7、花花公子性技巧 6 部
 - 8、阁楼艳星性技巧 7 部
 - 9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
 - 10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
 - 11、古代宫廷性保健系列 14 部
 - 12、汉唐宋元明清春宫图真人
 - 13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
 - 14、李熙墨 3999 全套课
 - 15、妖精性爱课 2888
 - 16、李银河全套性课
 - 17、领统统性课
 - 18、德勇男性篇
 - 19、德勇男性篇
 - 20、缓慢性爱
 - 21、亚当多体位搭配篇
 - 22、亚当多体位结合篇
 - 23、德勇克服早泄讲座练习
 - 24、德勇以女性为中心得爱抚
 - 25、加藤鹰接吻爱抚舌技
 - 26、加藤鹰指技
 - 27、加藤鹰四十八手入门
 - 28、佐藤潮吹教学
 - 29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
 - 30、佐藤男人早泄对抗训练
 - 31、阿拉伯延时训练
 32. 田渊正浩秘籍
 33. 异性性快感集中训练教学
 34. 自我愉悦锻炼密宗
 35. 铁牛全套延时训练课
 36. Pc 机锻炼真人视频教学
 37. 印度性经全集 8 部
 38. 21 世纪性爱指南
 39. 香蕉大叔男女训练馆全套
 40. 中美真人性治疗教学+理论
 41. 女性闺房秘术
 42. 幸福玛利亚性课
 43. 陈见如何释放性魅力征服
 44. 性爱技巧讲座全套
 45. 性爱秘籍全套
 46. 性爱误区讲座
 47. 性病讲解大全
 48. 性博士讲座合集
 49. 性健康和性高潮合集
 50. 性教育讲座合集
 51. 性能力课堂合集
 52. 性生活问题解析合集
 53. 意外怀孕和避孕处理课堂
 54. 性感地带探索
 55. 性技巧讲座
 56. 性健康与性卫生讲座
 57. 性生活专家答疑
 58. 性心理与性道德合集
 59. 性爱宝典合集
 60. 性爱技巧合集
 61. 完美性爱演示
 62. 完美性爱技术讲解
- 更多精品等你来解锁哦.....

投资案件

结论和投资建议

短期内酱香酒行业仍将量价齐升、扩容增长；中期看酱香酒品类红利逐渐消退，渠道推力逐渐下降，行业进入挤压式增长阶段；长期看行业竞争将回归品牌，市场份额向品牌力强的头部酱酒企业集中。只有品牌力强、品质好、渠道管理能力强的企业才能真正走得长远。

原因及逻辑

我们认为，本轮酱酒快速增长的主要原因在于：1、茅台品牌溢出效应带来的品类红利释放；2、丰厚的渠道利润带来强渠道推力；3、酱酒优质产能稀缺，产品具备升值属性，价格可维持稳定上涨预期。

短期来看，酱香酒的品类红利和渠道推力不会消失。目前酱香酒价格带上集中于次高端价格带，区域上集中于重点省份，区域和价格带上均有较大拓展空间。看3-5年维度，我们认为酱酒热仍会延续，酱酒行业扩容空间仍大，头部品牌仍有较大成长空间，新兴品牌也能够较好地生存下来。

中期来看，酱香酒品类红利逐渐消退，渠道推力逐渐下降，行业进入挤压式增长阶段。中期5-10年内，一方面酱酒的品类教育已基本完成，行业增长速度将放缓；另一方面，随着产品规模的逐步扩大，渠道价格越来越透明，渠道利润逐步萎缩，渠道推力逐步减弱。我们预计到这一阶段，酱香酒行业扩容增长速度放缓，进入挤压式增长阶段，行业在整合过程中集中度逐步提升，具有较强的品牌力和产品力、优秀的渠道运作能力和强大执行力的品牌将脱颖而出。

酱香酒行业长期竞争仍将回归品牌。品牌是白酒公司的核心资产和核心壁垒，品牌基因先天存在，不可复制，历史上每一轮行业洗牌，都是品牌掉队的过程。长期来看，酱香酒行业的终极竞争仍然是品牌的竞争，品牌竞争力的塑造一方面需要先天基因奠定基础，另一方面需要后天长时期的品牌培育和维护。

有别于大众的认识

短期由于酱香热盛行，多数酱酒品牌发展迅速，市场对酱酒企业长期成长性认知不足。我们认为决定酱酒品牌长期成长性的核心因素在于：1、品牌力，先天历史积淀与后天培育决定；2、企业经营能力，短期看很多酱酒产品渠道利润丰厚，但不一定可持续，如果短期过于急功近利，忽视了品牌和品质，一旦渠道利润萎缩，规模就会快速下滑。所以只有品牌力强、品质好、渠道管理能力强的企业才能真正走得长远。

2018年以来酱酒行业爆发式增长，市场对酱酒行业长期空间未有清晰测算。我们充分考虑产能因素，从量价两个维度测算行业长期成长空间。乐观假设下，新增产能完全消化、头部酒企占位高端且完成深度全国化，十年收入CAGR为11%；中性假设下，新增产能消化80%，头部企业在高端有产品布局，实现泛全国化，十年收入CAGR为9.7%；悲观假设下，新增产能消化60%，次高端价格带严重挤压并向中端延伸，十年CAGR为6.6%。我们认为酱酒企业难以做到深度全国化和完全占位高端价格带，因此根据中性假设，预计酱香酒行业十年收入CAGR约10%，可看2.5倍成长空间。

目录

1. 香型探秘：从历史到工艺	8
1.1 复盘：白酒香型演变史.....	8
1.1.1 香型起源：第三届全国评酒会	8
1.1.2 清香型与“汾老大”	8
1.1.3 浓香型与“白酒大王”五粮液	9
1.1.4 酱香型与“飞天茅台”	10
1.2 工艺：花开三蒂，各表一枝	11
2. 现状：酱酒规模爆发式增长，酒企积极扩张产能.....	13
2.1 2018 年酱酒爆发式增长，规模已达千亿以上	13
2.2 酒企积极扩张产能，预计未来 10 年行业产能翻倍	14
3. 格局：集中于次高端价格带，区域集中布局	16
3.1 整体：格局高度集中，一超两强，层次分明	16
3.2 价格带：当前主流酱酒集中于次高端，未来或呈“T”字型格局	17
3.3 区域格局：贵州为大本营市场，粤鲁豫发展迅速	20
3.3.1 广东：茅台消费大省，酱香酒占比接近 50%	22
3.3.2 河南：全省布局基本完成，酱浓清三分天下	23
3.3.3 山东：酱香热正兴起，市场潜力巨大	23
4. 归因及展望：预计酱酒行业未来十年成长空间约 2.5 倍，长期竞争回归品牌	24
4.1 归因：品类红利及强渠道推力成就“酱香热”	24
4.2 展望：预计未来十年行业 CAGR 约 10%，长期竞争归于品牌和企业经营能力	26
4.2.1 发展路径：短期扩容增长，中期挤压增长，长期回归品牌	26
4.2.2 成长空间：预计未来十年酱酒收入 CAGR 约 10%，可看 2.5 倍成长空间	28
5. 主要酱香酒企业一览.....	30
5.1 郎酒：名酒基因+机制灵活+管理优秀	30
5.1.1 复盘：历史悠久，几度沉浮	30
5.1.2 产品：产品布局完整，聚焦核心单品，结构不断提升	32

5.1.3 渠道：扶大商、树好商，渠道模式灵活调整	34
5.1.4 管理层：核心领导人管理能力出众，民企体制下高管激励充分 ..	36
5.2 习酒：基因特殊，大单品突出，管理层务实	37
5.2.1 复盘：从浓香酒企到知名酱香酒企	37
5.2.2 产品：聚焦窖藏系列大单品，推出君品习酒占位高端	38
5.2.3 渠道：渠道运作能力较强，省外扩张迅速推进	39
5.2.4 管理层：核心领导人积极有为，2018 年新董事长上任	40
5.3 国台：管理层持股比例高，股权商模式深度绑定渠道利益	42
5.3.1 复盘：二十年耕耘，终成硕果	42
5.3.2 产品：“一体两翼”，产品结构仍将提升	43
5.3.3 渠道：采用股权商模式，深度绑定经销商利益	45
5.3.4 管理层：管理层持股比例高，激励充分	46
6. 风险提示	47

图表目录

图 1：清香型白酒出酒率高于其他香型	9
图 2：“汾老大”的核心优势	9
图 3：浓香型白酒优质基酒出酒率同窖池年龄密切相关	9
图 4：五粮液收入增速明显快于产量增速	10
图 5：借助总代模式，五粮液市场份额不断提升	10
图 6：茅台生产工艺：一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期	10
图 7：2008 年后茅台拿到主动提价权	11
图 8：行业深度调整期茅台稳住价盘	11
图 9：2016 年白酒行业复苏后增速放缓	13
图 10：2010-2019 年酱香型白酒收入及增速	13
图 11：2010-2019 年酱香型白酒产量及增速	14
图 12：2010-2019 年各香型白酒收入占比	14
图 13：当前主流酱香酒大单品集中于次高端价格带	17
图 14：白酒价格带分布及规模（分香型）	18
图 15：当前主流单品在酱香次高端价格带中占据半数以上份额	18
图 16：2017 年郎酒将青花郎重新定位为“中国两大酱香白酒之一”	19
图 17：2019 年习酒推出千元价格带战略新品“君品习酒”，定位为“高端酱香标准之作”	19
图 18：酱香酒当前“倒三角”价格带格局将逐渐向“T”字型演变	20
图 19：2019 年酱香型白酒区域分布	21
图 20：2019 年浓香型白酒区域分布	21
图 21：2019 年清香型白酒区域分布	22
图 22：2019 年广东省酒类收入占比	22
图 23：2019 年广东省酱香酒市场格局	22
图 24：2015-2019 年河南省酱香酒市场份额迅速提升	23
图 25：2019 年河南省酱香酒市场竞争格局	23
图 26：2019 年山东省酱酒集中于个别地区，整体潜力仍大	24
图 27：2019 年山东省酱香酒市场竞争格局	24

图 28: 品类红利、渠道推力、金融属性成就“酱香热”	25
图 29: 不同年份青花郎终端价	26
图 30: 不同年份习酒窖藏 1988 终端价	26
图 31: 浓香型白酒发展历史复盘	27
图 32: 酱香型白酒行业未来发展路径	27
图 33: 品牌力在白酒行业长期竞争中扮演重要角色	28
图 34: 预计酱香酒未来十年收入 CAGR 为 9.7%，成长空间约 2.5 倍	29
图 35: 郎酒发展历史复盘	31
图 36: 郎酒庄园-金樽堡示意图	31
图 37: 2017 年以来郎酒进行的一系列变革	31
图 38: 2017-2019 年郎酒收入及增速	32
图 39: 2017-2019 年郎酒归母净利润及增速	32
图 40: 郎酒产品结构	33
图 41: 2017-2019 年郎酒产品结构不断提升	33
图 42: 产品结构提升带来毛利率提升	33
图 43: 郎酒销售地域分布	34
图 44: 郎酒销售部门架构	34
图 45: 郎酒庄园将郎酒“生长养藏”的酿造特点具象化	35
图 46: 郎酒股权结构	36
图 47: 习酒发展历史复盘	38
图 48: 2009A-2020E 习酒销售收入及增速	38
图 49: 2014A-2019E 习酒实现利润及利润率	38
图 50: 习酒产品体系（仅列示酱香型）	39
图 51: 国台发展历史复盘	42
图 52: 2017-2019 国台销售收入及增速	43
图 53: 2017-2019 国台归母净利润及增速	43
图 54: 国台产品体系	44
图 55: 2017-2019 国台高端产品销量增长迅速	44
图 56: 2017-2019 国台高端产品吨价有较大提升	44
图 57: 2017-2019 年国台收入区域分布	45

图 58：国台销售模式以经销为主.....	45
图 59：国台采用股权商模式，深度绑定经销商利益.....	45
图 60：除去持股平台中国台集团所占部分，经销商实际持股比例接近 20%....	46
图 61：IPO 前闫希军及其亲属直接或间接持有 40.26%的公司股份，可控制 84%的公司股份	47
表 1：第三届评酒会确定的四种香型的风格特点及代表品牌	8
表 2：三种香型白酒生产工艺对比	11
表 3：酱香型白酒三种工艺对比.....	12
表 4：坤沙酱香酒“三高三长”工艺特征及效果	12
表 5：赤水河流域主要酱香酒企业现有产能及未来产能规划	15
表 6：茅台酒技改工程进度达 90%以上后产能在 3-4 年内逐渐落地.....	15
表 7：酱香酒行业格局呈现出“一超两强，层次分明”的特征.....	16
表 8：当前酱香酒价格带格局呈“倒三角”型，主流酱香酒大单品集中于次高端价格带	17
表 9：郎酒、习酒积极布局高端价格带	19
表 10：剑南春水晶剑与习酒窖藏 1988、金沙摘要渠道利润率对比.....	26
表 11：三种假设下酱香酒未来成长空间及增速.....	29
表 12：历次名酒评选结果	30
表 13：郎酒渠道模式的调整历程.....	35
表 14：汪俊林个人简历	36
表 15：郎酒主要高管 2019 年度薪酬.....	37
表 16：习酒历年渠道目标及相应举措.....	40
表 17：张德芹个人简历	41
表 18：张德芹对习酒的贡献.....	41
表 19：钟方达个人简历	41
表 20：钟方达上任以来的主要动作	42
表 21：国台管理层个人简历.....	47
表 22：重点白酒公司盈利预测表.....	48

1. 香型探秘：从历史到工艺

1.1 复盘：白酒香型演变史

1.1.1 香型起源：第三届全国评酒会

白酒香型起源于第三届全国评酒会，初衷是解决白酒评选的公平问题。解放初期，国家对各地酿酒作坊实行公私合营，收购规模较小的私人作坊并将其合并为规模较大的国营酒厂。这一时期虽然人们意识到各家酒厂生产工艺和产品风味各不相同，但没有统一明确的分类意识。1952 年举行的第一届全国评酒会，也未考虑白酒的分类。1963 年第二届全国评酒会的评选规则为按酒的色香味分别打分，这使得香气浓者占优，而外放香气较弱的清香、酱香型白酒得分不高，评出的八大名酒中前四甲均被浓香型占据，没有真正反映不同风格白酒的特点。因此，为了统一打分标准，1979 年第三届全国评酒会专门确定了白酒香型的风格特点，统一了各种香型风格的描述。此次评酒会确定了四大香型：酱香型、浓香型、清香型和米香型。四大香型风格各异，各有不同的代表品牌：酱香型的茅台、浓香型的泸州老窖五粮液、清香型的汾酒、米香型的三花酒。自此，香型不再是酒厂自身的描述或消费者个人体验和评价，而成为白酒的统一分类标准。

表 1：第三届评酒会确定的四种香型的风格特点及代表品牌

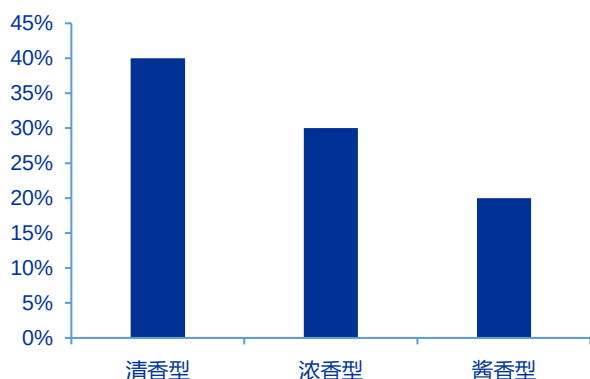
香型	风格特点	代表品牌
酱香型	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长	茅台、郎酒
浓香型	窖香浓郁、绵甜甘冽、香味协调、尾净香长	五粮液、泸州老窖、剑南春、古井贡酒
清香型	清香纯正、诸味协调、醇甜柔口、余味爽净	汾酒、宝丰酒
米香型	蜜香清雅、入口绵柔、落口爽净、回味怡畅	三花酒

资料来源：凤凰网，申万宏源研究

1.1.2 清香型与“汾老大”

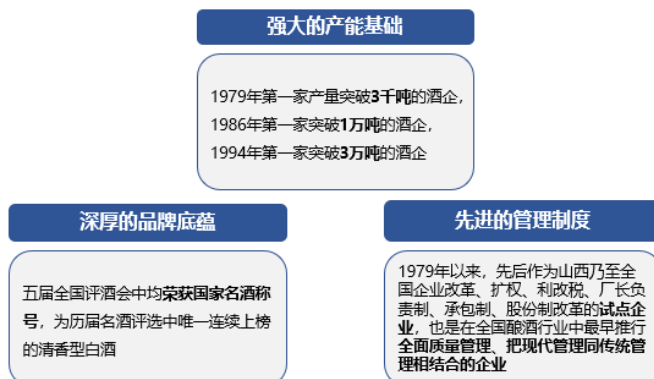
清香型白酒出酒率高，助力汾酒形成产能优势。白酒行业发展早期，呈现出卖方市场的特征，优质白酒供不应求，产能成为限制企业发展的最大瓶颈。清香型白酒因其耗粮较少、生产周期较短、出酒率高等特点，在这一时期具备先天优势。汾酒作为清香型白酒的代表，在产能方面具有独特优势，历经数次扩产后于 1985 年成为全国最大的名白酒生产基地，1986 年成为首家产量突破万吨的酒厂，遥遥领先于竞争对手。除产能优势之外，汾酒深厚的品牌底蕴、先进的管理制度也助力汾酒业绩腾飞，1988-1993 年，汾酒连续 6 年销售收入和经济效益均位列行业首位，“汾老大”之名响彻全国。

图 1：清香型白酒出酒率高于其他香型



资料来源：品创说酒，申万宏源研究（注：出酒率约为数，同种香型工艺不同也会导致出酒率的浮动）

图 2：“汾老大”的核心优势



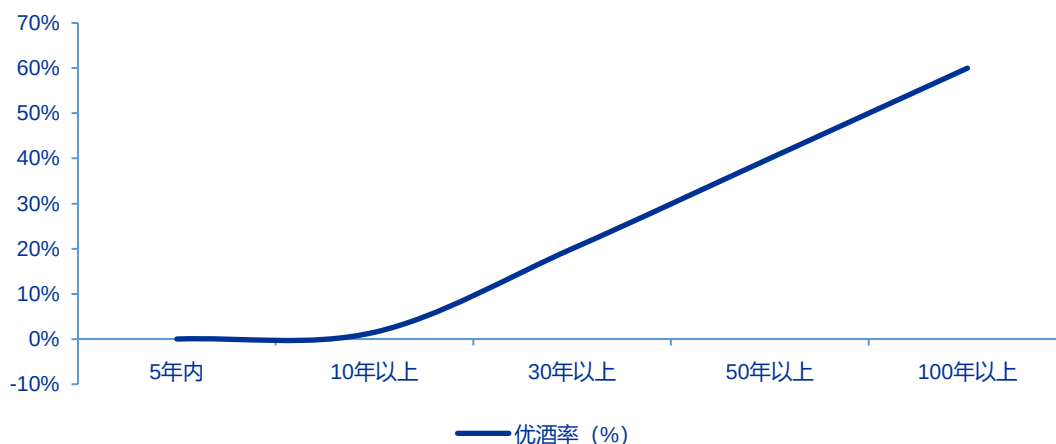
资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.1.3 浓香型与“白酒大王”五粮液

浓香型白酒扩产易致产能过剩，五粮液创立品牌代工模式转危为机。浓香型白酒生产依赖窖池年限，越老的窖池产出优质基酒比例越高。因此浓香型白酒与其他香型不同，新建窖池无法立即供应优质基酒，需等待十年以上的时间才能达到合理的优质基酒出酒率。为解决扩产带来的大量剩余产能问题，五粮液于 1994 年创造性地推出品牌买断模式，同其他厂商合作开发品牌并供应基酒，将过剩产能迅速转化为业绩。

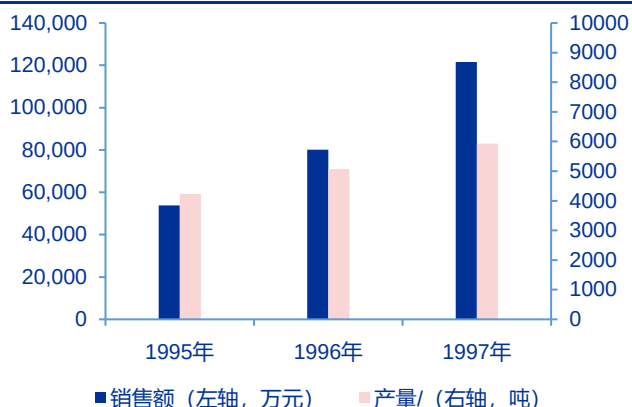
坚定提价和快速全国化，铸就“白酒大王”五粮液。1988 年国家放开名酒定价权，五粮液注意到价格对于高端酒的重要性，1989 年率先提价，并且后续几年坚定实行提价策略，终端价格逐渐超过汾酒和茅台，1998 年成功占据名酒价格制高点，自此成为名酒价格引领者。1999 年五粮液推行总经销商模式，依托各地区总代将五粮液系列产品迅速导入空白市场，从而快速实现了全国化。1999-2003 年，五粮液营收市占率从 28%提升至接近 40%，稳居行业首位。

图 3：浓香型白酒优质基酒出酒率同窖池年龄密切相关



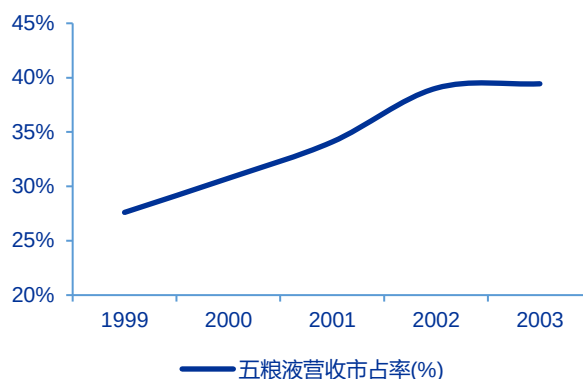
资料来源：《泸州老窖中国第一窖的起源与发展--泸州老窖大曲酒的总结纪实》，申万宏源研究

图 4：五粮液收入增速明显快于产量增速



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 5：借助总代模式，五粮液市场份额不断提升



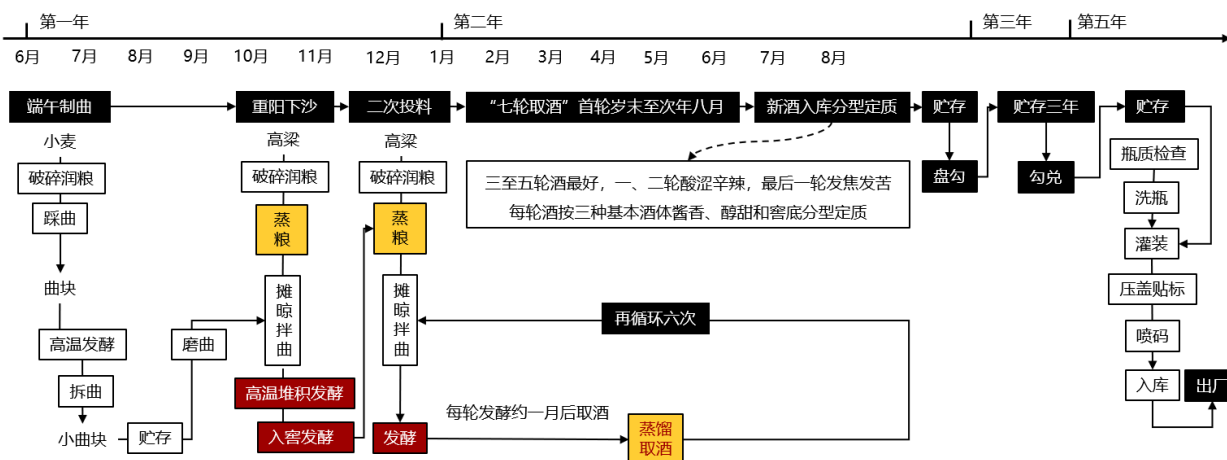
资料来源：Wind，申万宏源研究（市占率为五粮液营收/白酒上市公司总营收）

1.1.4 酱香型与“飞天茅台”

酱香型白酒工艺复杂、出酒率低，凸显茅台稀缺性。传统大曲酱香酒生产工艺复杂，耗粮多，出酒率低，只有清香型白酒的一半，且酱香酒生产周期很长，高端酱香酒如茅台从生产到出厂所需时间达五年以上。酱香酒复杂的工艺、较低的出酒率、长生产周期共同成就了茅台的稀缺性，也奠定了茅台后来成为行业龙头的基础。

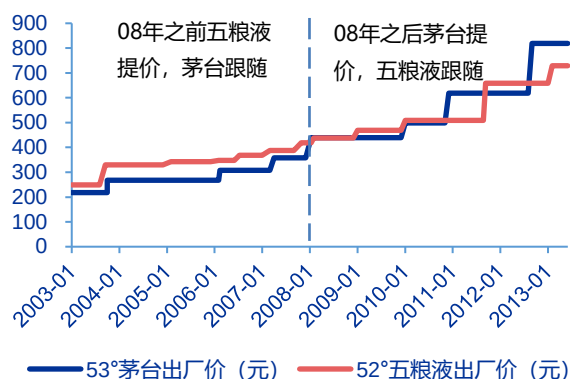
由于茅台产能稀缺，单价较高，适合采用小经销商模式进行渠道运营，单个经销商拿到的茅台酒配额不高。小商制同大商制相比，厂家对终端的掌控力更强，也更容易稳住核心单品价盘。2008年以后白酒消费景气度提升，高端白酒供不应求，与大商相比，小商面临的资金压力更小，容易出现涨价惜售行为，导致茅台批价涨幅大于五粮液。08年之前茅台跟随五粮液进行提价，08年茅台抓住机会，先行提价拿到主动提价权。12-15年白酒深度调整期，茅台再度发挥小商制优势，稳住核心产品价盘，先于行业实现复苏，且投资属性凸显，逐渐拉开与其他酒企的距离，成长为引领行业的绝对龙头。

图 6：茅台生产工艺：一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期



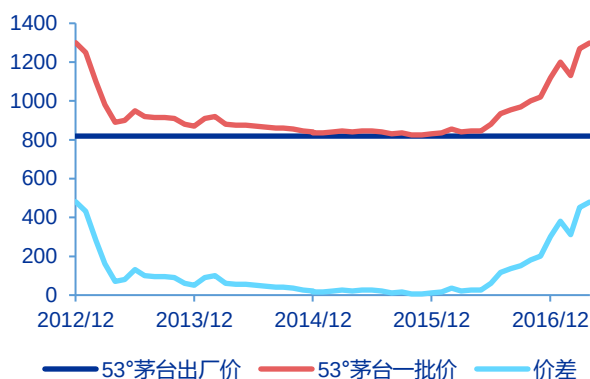
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：2008 年后茅台拿到主动提价权



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：行业深度调整期茅台稳住价盘



资料来源：Wind，申万宏源研究（单位均为元）

1.2 工艺：花开三蒂，各表一枝

浓清酱三大香型工艺各不相同，产品风味各有千秋。工艺方面，清香型白酒采用低温制曲，低温酒曲糖化发酵力较强，因此清香型白酒具有出酒率高、生产周期短的特点，这使得清香型白酒可以在较短时间内形成较大规模产能；浓香型白酒发酵依赖窖龄，窖龄越老、连续发酵时间越长的窖池产出优质基酒比例越高，因此浓香型白酒扩产后无法直接增加优质基酒产能，老窖池是浓香型酒企的宝藏；酱香型白酒工艺最为复杂，对原料、水质、环境、微生物等有极高要求，且耗粮多、出酒率低、生产周期长，因此酱香型白酒产能稀缺，且优质酱酒产能集中于赤水河流域。**风味方面**，清香工艺讲究“清字当头、一清到底”，发酵采用陶瓷地缸而非泥窖，且粮食发酵前需先清蒸，最大程度保留粮食发酵的原味，避免杂菌干扰，因此清香型白酒具有香气纯正、余味爽净的特点；浓香工艺细分品类较多，且大致可分为单粮原窖、多粮跑窖、混烧老五甬法三种，原窖法窖香浓郁，以泸州老窖为代表，跑窖法酒体丰满，以五粮液为代表，混烧法酒体绵柔，以洋河为代表；酱香工艺中最负盛名的坤沙工艺使用整颗高粱进行高温发酵，高温酒曲糖化力、发酵力均较低，出酒慢，历经大半年才能烤完七轮酒，烤出的新酒分型定质后贮存三年才可用于勾酒，勾完后还需一年老熟才能出厂，漫长的发酵过程和贮藏过程使酒中发生多种复杂反应，形成复杂的呈香物质和呈味物质，这使得酱香酒具备酒体醇厚、回味悠长的特点。

表 2：三种香型白酒生产工艺对比

	酱香型	浓香型	清香型
粮曲比例	1:1	5:1	5:1
出酒率	20%-30%	30%-35%	35%-40%
生产周期	1 年以上	30-120 天	5-28 天
制曲温度	高温大曲 (60°C-70°C)	中温大曲 (50°C-60°C)	低温大曲 (40°C-50°C)
所用窖池	石窖泥底，对窖龄无要求	泥窖，强调窖龄	陶瓷地缸
主要呈香物质	多种高级酯、高级醇复合香气	己酸乙酯	乙酸乙酯、乳酸乙酯
代表酒种	飞天茅台、郎酒、习酒	五粮液、国窖 1573	汾酒

资料来源：品创说酒，申万宏源研究（注：以上白酒均指采用固态法制作的大曲酒）

“三高三长”工艺打造酱香型白酒独特竞争力。酱香型白酒工艺可以细分为坤沙、碎沙、翻沙三种，其中坤沙最具代表性。坤沙酱香酒工艺讲究“三高三长”：“三高”即高温制曲、高温堆积发酵、高温馏酒，“三长”即基酒生产周期长、大曲贮存时间长、基酒酒龄长。“三高三长”工艺对酿酒原料、酿造时间、当地气候特征等条件有着极高的要求，因此优质酱香酒产区被严格限制在赤水河流域。优质酱香酒产能扩张具有天花板，天生具备稀缺性。且“三高三长”工艺赋予了酱香酒独特的风味，饮后不口干、不易上头，符合消费者“少喝酒、喝好酒”的健康追求。“三高三长”工艺一方面赋予了酱香酒稀缺性，另一方面使酱香酒形成独特的风味，从而打造了酱香酒的独特竞争力。

表 3：酱香型白酒三种工艺对比

	坤沙工艺	碎沙工艺	翻沙工艺
工艺特点	用完整度≥80%的高粱进行酿造，遵循“12987”工艺，一年制酒、两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七轮取酒，工艺具有“三高三长”的特点	使用粉碎后的高粱进行酿酒，不需多次高温发酵，通常 2-3 轮就可以把酒取完	使用坤沙酒最后一次取酒后所剩酒糟，加入新的碎高粱和曲药进行酿造
生产周期	生产周期长达一年，贮存期四年以上	生产周期数月，贮存期两年左右	生产周期最短，贮存期一年左右
出酒率	出酒率低	出酒率较高	出酒率高
产品风味	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长	酱香明显、入口柔和、回味干净	具有一定酱香风格
代表产品	茅台、郎酒、习酒等知名酱香酒企业的中高端酒	茅台镇中端酱香酒	茅台迎宾酒等大众级酱香酒

资料来源：酒说酱香，申万宏源研究

表 4：坤沙酱香酒“三高三长”工艺特征及效果

	工艺特征	工艺效果
高温制曲	端午时温度较高，此时进行人工踩曲，并通过堆曲方式提高曲的温度，酒曲中央温度最高可至 70℃	培养耐高温的微生物种群，使其充分代谢，产生香气成分的前体物质
高温堆积发酵	在高温堆积的环境下投料进行长期发酵	让耐高温微生物种群缓慢糖化分解高粱，产物与香气前体物质进行反应，产生酱香酒独特的香气物质
高温馏酒	酱香酒馏酒温度 40℃以上，其他酒一般 25℃以下	去除酒中低沸点的醛类等有害物质，使酱香酒饮后不口干、不上头
大曲贮存时间长	端午制曲后需贮存 6 个月，比其他酒多 3-4 个月	适应当地气候特征，可提高基酒质量，但加大了耗曲量
基酒生产周期长	选用当地支链淀粉含量极高的糯高粱进行长达十月的发酵	符合高温酒曲糖化发酵力弱的特征，产出不同轮次的基酒以供分型定质
基酒酒龄长	分型定质后的基酒需储存三年以上才能用于勾酒	长期贮存使得酒液中发生一系列物理化学变化，排除杂物以提高酒质，使酱香酒酒体更为醇和

资料来源：酱香讲坛，申万宏源研究

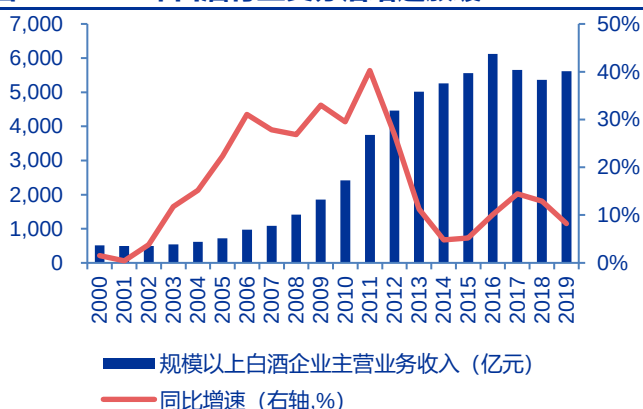
2. 现状：酱酒规模爆发式增长，酒企积极扩张产能

2.1 2018 年酱酒爆发式增长，规模已达千亿以上

2018&2019 年酱香型白酒收入增速均在 20%以上，2019 年酱香酒收入规模已达 1350 亿。根据权图酱酒工作室数据，2019 年酱香型白酒产量达到 55 万吨，同比增长 10%，占行业总产量的 7%，总收入规模达到 1350 亿，同比增长 23%，占行业总收入的 24%。剔除茅台酒产量（5 万吨）及收入（758 亿），则 2019 年酱香型白酒产量为 50 万吨，占行业总产量的 6.4%，总收入规模为 592 亿，占行业总收入的 10.54%。

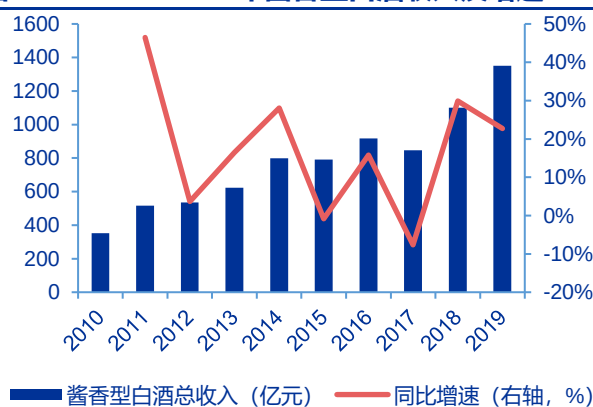
酱香型白酒的发展可分为三个阶段：2010-2012 年的盲目扩张期、2013-2017 年的深度调整期、2018 年至今的快速增长期。2010-2012 年，白酒行业尚处于发展的黄金十年，茅台一批价不断上行并于 2010 年底突破千元。茅台价格高企使得茅台镇其他酱香酒企业纷纷进行产能扩张，试图在行业景气期借茅台之名分一杯羹。2010-2012 年期间酱香酒产量增速均在 10%以上。然而 2012 年底的三公消费禁令和塑化剂事件导致白酒行业进入深度调整期，茅台镇酱香酒企业扩产热迅速降温，各酒企减少投料、降低产能利用率以求生存，2013-2016 年酱香酒产量增速持续低迷，在低个位数徘徊。2016 年名酒出现复苏趋势，但中小酒企仍未看到复苏的曙光，大批中小规模酱香酒企于 2016-2017 年彻底关停，导致 2017 年酱香酒产量下滑 10%，近 4 万吨酱香酒产能退出。2017 年起，由于茅台的带动作用 and 行业洗牌带来的优质酱香酒产能稀缺，优质酱香酒在市场上呈现出供不应求的特征。因此 2018 年幸存的酱香酒企业纷纷加大投料量，产能利用率大幅提升，2018 年酱香酒产量增速高达 35.14%，酱香酒行业自此进入快速增长期。这一时期各酱香酒企纷纷重启扩产计划以强化长期竞争力，并主动减少中低端产品布局、优化产品结构以求最大化利用现有产能及库存老酒。因此 2018 年至今处于快速增长期的酱香酒行业呈现量价齐升的特征。

图 9：2016 年白酒行业复苏后增速放缓



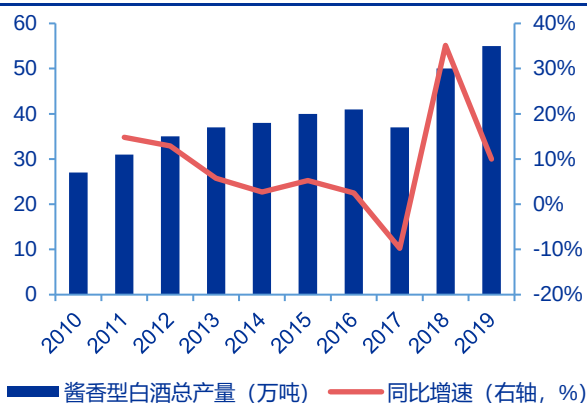
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 10：2010-2019 年酱香型白酒收入及增速



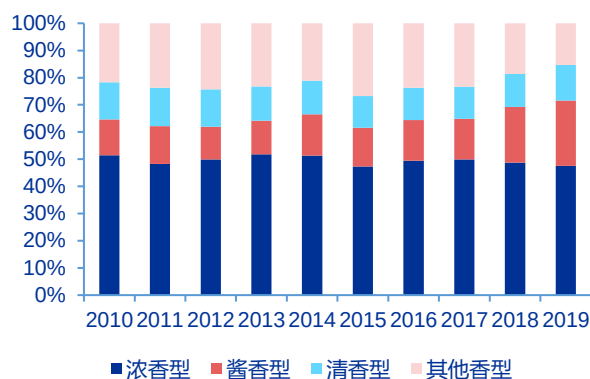
资料来源：前瞻产业研究院，权图酱酒工作室，申万宏源研究

图 11: 2010-2019 年酱香型白酒产量及增速



资料来源：前瞻产业研究院，权图酱酒工作室，申万宏源研究

图 12: 2010-2019 年各香型白酒收入占比



资料来源：前瞻产业研究院，权图酱酒工作室，申万宏源研究

2.2 酒企积极扩张产能，预计未来 10 年行业产能翻倍

优质酱香酒产能是酱香酒企未来进行竞争的关键。酱香酒工艺特殊，最优质的酱香酒须用赤水河谷种植的优质糯高粱作为原料，经历端午制曲、重阳下沙、七轮取酒、长期贮存等传统工艺制作而成，产品风味同当地温度、湿度，乃至微生物种群分布密切相关。因此异地酿造的酱香酒即使遵循古法酿造技艺，产品风味也同赤水河流域所产的酒有所差别。由于茅台在全国白酒消费者心目中具有特殊地位，消费者在体验其他酱香酒时一般以茅台为基准，口味越接近茅台的产品越容易为消费者所接受并推崇。这使得在茅台镇、在赤水河流域有产能布局的酱香酒企具备明显的先发优势。当前酱香酒正享受茅台带来的品类红利，优质酱香酒供不应求，且酱香酒从产能建设到产品投入市场有 5-7 年的时滞，因此未来数年内，产能仍将是酱香酒企业增长的瓶颈，是未来进行竞争的关键。

赤水河流域生态承载力有限，核心产区产能扩张存在天花板。根据茅台时空数据，2019 年赤水河流域酱香型白酒产能约为 47 万千升，约占全国酱酒产能的 85%，实现营收约 1244 亿元，占全国酱酒市场 90% 以上，已经形成了典型的酱香酒产业集群，赤水河流域酱香型白酒核心产区的定位深入人心。但另一方面，赤水河酱香型白酒核心产区同知名红酒产区波尔多、蓝山咖啡产区牙买加蓝山山脉一样，**由于自然环境因素导致生态承载力有限，优质酱香酒产能扩张存在天花板。**茅台已经表示产能达到 5.6 万吨后，考虑当地生态，或长时间内不再扩张；劲酒、洋河股份、国台酒业等企业均采用收购茅台镇酒企+实施技改项目的方式进行产能扩张，而非新建酒厂。**产能天花板的存在，凸显了茅台镇乃至赤水河流域优质酱香酒产能的稀缺性。**

产能稀缺背景下，各酒企积极进行产能布局，未来 7-10 年新增产能将不断释放。核心产区优质酱香酒产能具有明显稀缺性，从而成为各酒企争夺的焦点。**从现有产能看**，目前茅台酒、茅台系列酒、习酒、金沙酒业、郎酒产能规模占据前五，现有产能均接近 2 万吨或在 2 万吨以上（仙潭酒业主营业务为原酒供应，自营品牌销量较少，此处排名不予考虑）；**从目标产能看**，未来茅台酒、茅台系列酒、郎酒、习酒目标产能均在 5 万吨以上（含 5 万吨），为第一梯队的大型酱酒品牌，金沙酒业、国台酒业、珍酒、安酒目标产能均在 2 万

吨以上（含 2 万吨），为第二梯队的中型酱酒品牌，其他酒企产能在一万吨上下，为第三梯队的中小型酱酒品牌；**从在建产能看**，本轮扩产中郎酒、茅台系列酒扩产规模最大，达到 3 万吨级别，国台酒业、习酒扩产规模其次，在 2 万吨左右，安酒、珍酒、金沙酒业扩产规模均在万吨以上。**赤水河流域主要酱香酒企业**在建产能合计约 14 万吨，约占现有产能的 30%，**类比茅台酒技改工程进度达 90%后产能于 3-4 年内逐渐落地的特点**，预计本轮在建产能将于未来 5 年内渐进式落地，并于未来 10 年内不断释放，10 年内赤水河流域主要酱酒产能将翻倍增长。

表 5：赤水河流域主要酱香酒企业现有产能及未来产能规划

企业名称	现有产能 (万吨)	目标产能 (万吨)	目标产能与现有 产能差额 (万吨)	在建产能
贵州茅台	4.99	5.6	0.61	十三五中华片区茅台酒技改工程，可增加茅台酒产能 5152 吨
茅台系列酒	2.51	5.6	3.09	3 万吨酱香系列酒技改工程
四川郎酒	1.8	5	3.2	二郎基地技改项目、吴家沟基地技改项目（一、二期）、盘龙湾基地技改项目（二期）共约 3.2 万吨
贵州习酒	2	5	3	1.9 万吨酱香酒及配套项目
国台酒业	0.53	2.6	2.07	国台酒庄 1000 吨产能提升项目、国台怀酒基地 1000 吨复产技改、6500 吨技改项目及国台酒庄万吨现代优质大曲酱香型白酒技改项目
金沙酒业	1.9	3	1.1	万吨基酒扩建项目
贵州珍酒	0.5	2	1.5	万吨技改工程
劲牌酱酒	0.5	1.3	0.8	新增年产 8000 吨酱香型白酒技改项目
贵州贵酒	0.5	0.76	0.26	贵酒酱香白酒生产二期建设项目（2625 吨）
钓鱼台酒业	0.3	0.3	0	钓鱼台表示未来不再扩产
夜郎古酒业	0.5	1	0.5	未披露
仙潭酒业	2	2.5	0.5	分期新增 15 个车间，增加产量 5000 吨
贵州安酒	0.4	2	1.6	2 万吨“安酒赤水酒谷”项目
合计	18.43	36.66	18.23	约 14 万吨

资料来源：公司公告，各公司官网，酒业家，微酒，申万宏源研究（注：现有产能均为 2019 年产能）

表 6：茅台酒技改工程进度达 90%以上后产能于 3-4 年内逐渐落地

	当年新增产能 (吨)	对应工程	年初进度	年末进度
2016 年	1232	中华片区第一期茅台酒技改工程 (5800 吨)	92%	95%
2017 年	3360	中华片区第一期茅台酒技改工程 (5800 吨)	95%	97%
		中华片区第二期茅台酒技改工程 (3000 吨)	88%	93%
2018 年	1456	中华片区第一期茅台酒技改工程 (5800 吨)	97%	98%
		中华片区第二期茅台酒技改工程 (3000 吨)	93%	95%
2019 年	1120	中华片区第一期茅台酒技改工程 (5800 吨)	98%	99%
		中华片区第二期茅台酒技改工程 (3000 吨)	95%	99%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 格局：集中于次高端价格带，区域集中布局

3.1 整体：格局高度集中，一超两强，层次分明

酱香酒行业高度集中，整体呈现出“一超两强，层次分明”的特点。“一超”即位于第一梯队的茅台，茅台 2019 年营收为 854.3 亿元，营收市占率高达 63.28%。茅台作为白酒行业绝对龙头，引领并带动酱香酒行业发展，龙头地位无可撼动。“两强”即郎酒和习酒，郎酒 2019 年营收 83.48 亿元，其中酱香酒营收 53.28 亿元，营收市占率为 3.95%；习酒 2019 年营收 79.8 亿元，营收市占率为 5.91%。郎酒和习酒总营收规模均接近百亿，已经完成泛区域化布局，旗下有 1-2 款数十亿级别的大单品，是酱香次高端代表，未来有全国化和升级到高端价格带的潜力。无论从营收规模还是品牌力、产品力、渠道力上，第一、第二梯队的企业均大幅领先，酱酒行业格局表现出层次分明的特点。第三梯队的国台、金沙、珍酒、钓鱼台营收规模 10-20 亿，充分受益于近两年酱香酒行业爆发式增长，培育出亿元级别大单品，并在重点布局的几个区域市场势头强劲。国台和金沙未来有明确的扩产计划，在产品设计、渠道运作方面领先于竞争对手，目前营收规模较为领先，未来有望成长为营收规模 50 亿以上的泛区域性酒企。第四梯队为营收规模 10 亿以下的中小型酱香酒企。

表 7：酱香酒行业格局呈现出“一超两强，层次分明”的特征

层级	企业名称	营收规模 (亿元)	营收市占率	2019 年营收增速	2020 上半年营收增速	核心产品
第一梯队	贵州茅台	854.3	63.28%	15%	11%	飞天茅台、汉酱、赖茅、茅台王子酒
第二梯队	四川郎酒	83.48 (酱酒为 53.28 亿)	3.95%	12% (酱酒增速 39%)	10%	青花郎、红花郎
	贵州习酒	79.8	5.91%	40.69%	19%	窖藏 1988
第三梯队	国台酒业	18.87	1.40%	60%	106%	国标
	金沙酒业	15.26	1.13%	165%	69%	摘要
	贵州珍酒	10	0.74%	67%	32%	珍 15
	钓鱼台酒业	10	0.74%	25%	113%	国宾/贵宾
第四梯队	丹泉酒业	5-10		150%	103%	洞藏
	仙潭酒业	5-10	共 22.85%	-	-	紫潭
	酣客	5-10		-	-	酣客半月坛
	武陵酒	3.52		40%	-	武陵上酱

资料来源：招股说明书，公司公告，酒业家，微酒，糖酒快讯，申万宏源研究（营收规模均为各企业 2019 年不含税营收规模，郎酒市占率使用酱酒收入进行计算）

3.2 价格带：当前主流酱酒集中于次高端，未来或呈“T”字型格局

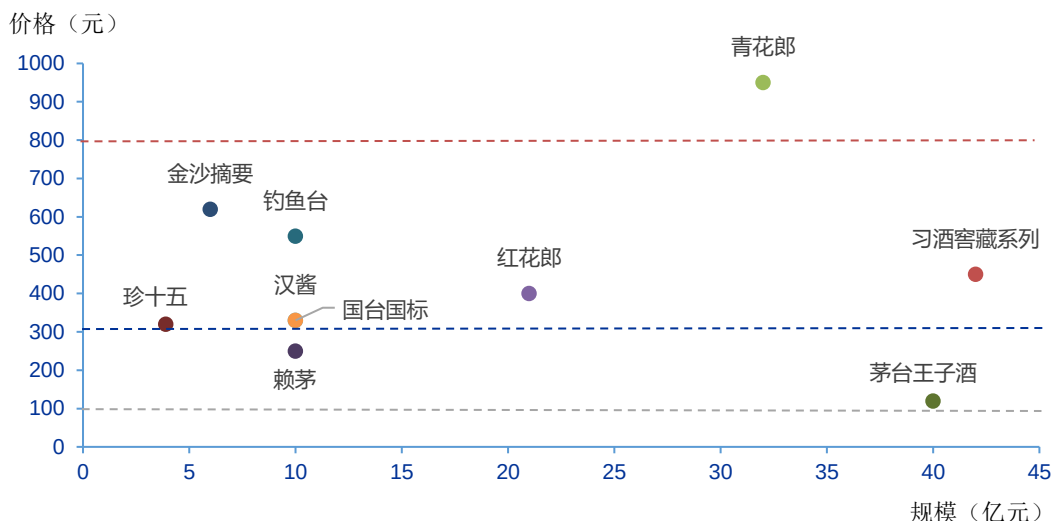
从酱香酒价格带分布来看，高端大单品飞天茅台一骑绝尘，规模近 800 亿，青花郎 30 亿左右规模，其余主流酱香酒核心单品集中于次高端价格带，习酒窖藏 1988 为酱香次高端第一大单品，红花郎、汉酱、赖茅均为十亿级大单品。由于高端酒需要强大的品牌力支撑，目前茅台以外的主流酱酒品牌培育时间仍然不长、品牌积淀仍需时间，因此难以进入高端酒阵营，次高端当前竞争激烈、格局分散、品牌座次仍不确定，且长期扩容空间仍大，在香型上茅台打开了酱酒的消费空间，培育了诸多酱酒消费者，因此具备良好品质和渠道运作能力的酱酒品牌在次高端价格带获取了一定份额。在次高端价格带，消费者忠诚度不强，且讲究性价比，酱香酒一方面受益于茅台带来的香型品类教育，另一方面在价格和渠道利润上有一定优势，对浓香型次高端形成了一定冲击，目前酱香酒份额逐步提升，规模不断扩大。

表 8：当前酱香酒价格带格局呈“倒三角”型，主流酱香酒大单品集中于次高端价格带

价格带	规模(亿元)	主要大单品情况
高端 800 元以上	850	飞天茅台 (758 亿)、青花郎 (32 亿)
次高端 300-800 元	200	习酒窖藏系列 (42 亿)、红花郎 (21 亿)、汉酱 (10 亿)、赖茅 (10 亿)、钓鱼台系列 (共 10 亿)、国台国标 (近 10 亿)、金沙摘要 (6 亿)、珍十五 (3.9 亿)
中端 100-300 元	180	茅台王子酒 (40 亿)、赖茅 (10 亿)、习酒金钻系列 (20 亿)
大众酒 100 元以下	120	茅台迎宾酒 (未披露销售额)

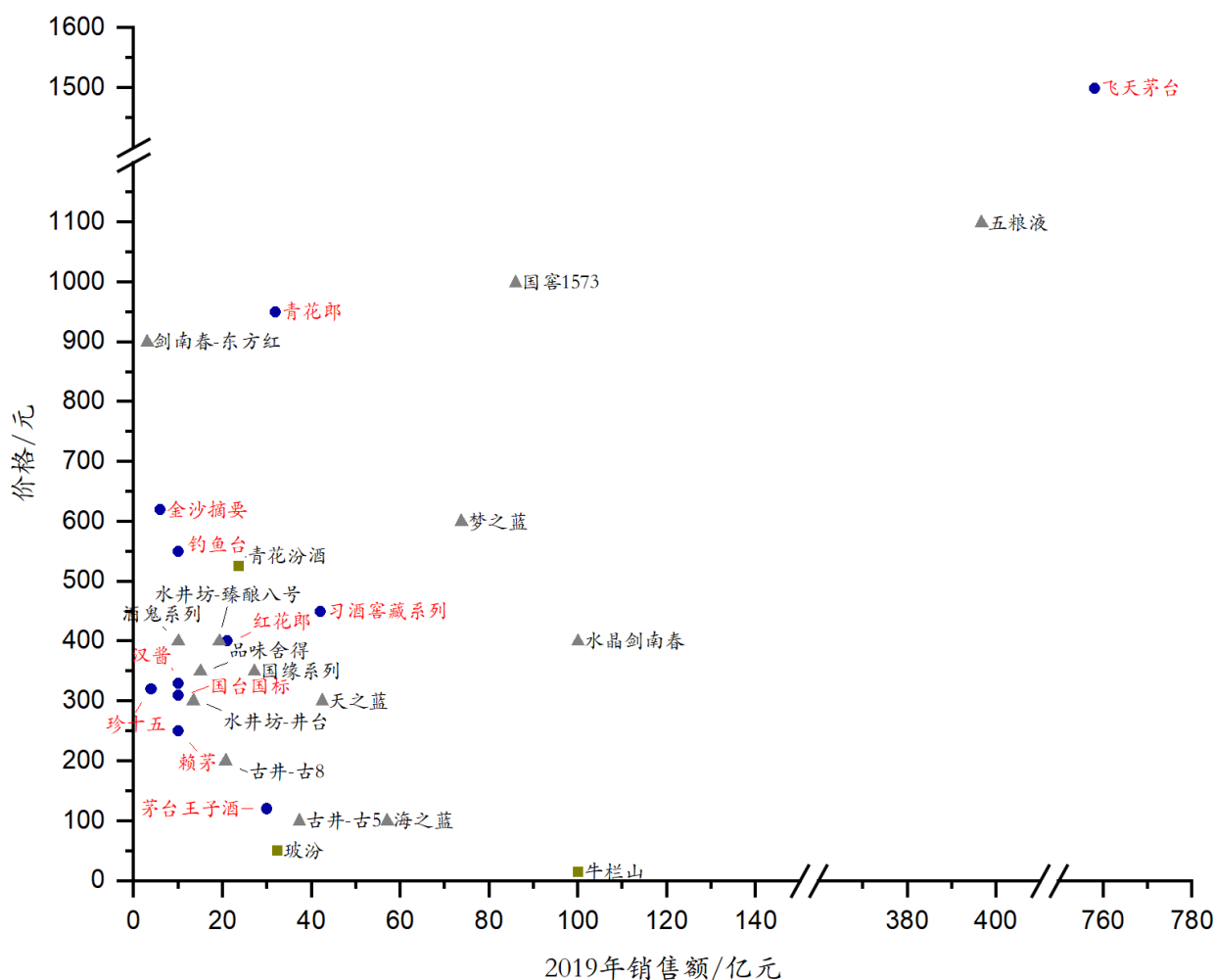
资料来源：招股说明书，公司公告，酒说，权图酱酒工作室，申万宏源研究（表中规模及大单品销售额均为 2019 年数据）

图 13：当前主流酱香酒大单品集中于次高端价格带



资料来源：招股说明书，公司公告，酒说，权图酱酒工作室，申万宏源研究（表中价格及规模均为 2019 年数据）

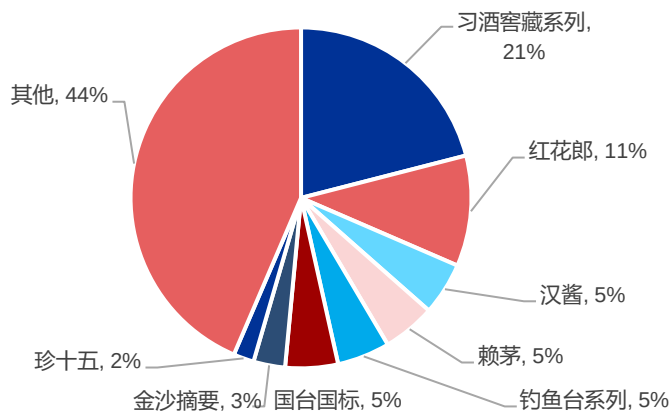
图 14：白酒价格带分布及规模（分香型）



资料来源：公司公告，酒业家，酒说，微酒，糖酒快讯，申万宏源研究

酱香次高端集中度较高，主流单品占据 50%以上市场份额。2019 年酱香次高端市场规模约 200 亿，其中习酒窖藏系列占比最高，占据 21%的市场份额，郎酒核心单品红花郎紧随其后，占据 11%的市场份额。茅台系列酒两大单品赖茅、汉酱，钓鱼台系列和国台国标各占 5%，金沙摘要占 3%，珍十五占 2%。

图 15：当前主流单品在酱香次高端价格带中占据半数以上份额



资料来源：招股说明书，公司公告，酒说，权图酱酒工作室，申万宏源研究（市占率采用 2019 年收入口径计算）

习酒窖藏系列、红花郎为酱香次高端代表性大单品，国台国标、金沙摘要具备成长为大单品的潜质。我们认为，成长为酱香次高端大单品需具备以下条件：1、深厚的历史积淀和品牌底蕴；2、优质产能及充足的老酒储备支撑；3、产品品质高；4、优秀的渠道运作及营销能力。郎酒、习酒历史悠久，拥有较为深厚的品牌底蕴，具备万吨以上的产能规模，积累了大量老酒，且红花郎、青花郎、窖藏系列在对应价格带品质过硬，佐以合理的渠道政策和营销方式，迅速成长为酱香次高端的代表性大单品。

当前主要酱酒大单品仍然处于次高端价格带，具备较强品牌力支撑的郎酒及习酒已经开始积极布局高端价格带。郎酒依托红花郎、习酒依托窖藏 1988 在次高端站稳脚跟后，纷纷加快了布局高端价格带的步伐。2017 年郎酒将红花郎事业部变更为青花郎事业部，将青花郎重新定位为“中国两大酱香白酒之一”，2019 年制定了“三年分六次进行提价”的策略，将青花郎目标零售价定为 1500 元/瓶。2019 年 7 月，习酒推出定价 1399 元/瓶的战略新品“君品习酒”，产品定位为“高端酱香标准之作”。高端酒的消费品忠诚度是极高的，品牌壁垒极深，且茅台已经奠定了绝对龙头的地位，其余酱香酒在高端酒价格带的竞争力仍然是不足的，因此短期内无法冲击到当前高端酒稳固的行业格局。

表 9：郎酒、习酒积极布局高端价格带

公司及单品	时间	举措
郎酒 青花郎	2017 年	郎酒将红花郎事业部变更为青花郎事业部
	2017 年底	将青花郎重新定位为“中国两大酱香白酒之一”
	2018 年初	茅台提价，郎酒提出要将青花郎终端成交价稳在千元以上
	2019 年	制定“三年分六次提价”的策略，将青花郎目标零售价定为 1500 元/瓶
习酒 君品习酒	2019 年 7 月	推出定价 1399 元/瓶的战略新品“君品习酒”，定位为“高端酱香标准之作”
	2019 年 10-12 月	全国巡回召开君品习酒高端推介会
	2019 年底至今	在央视黄金时段投放君品习酒广告

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 16：2017 年郎酒将青花郎重新定位为“中国两大酱香白酒之一”



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 17：2019 年习酒推出千元价格带战略新品“君品习酒”，定位为“高端酱香标准之作”

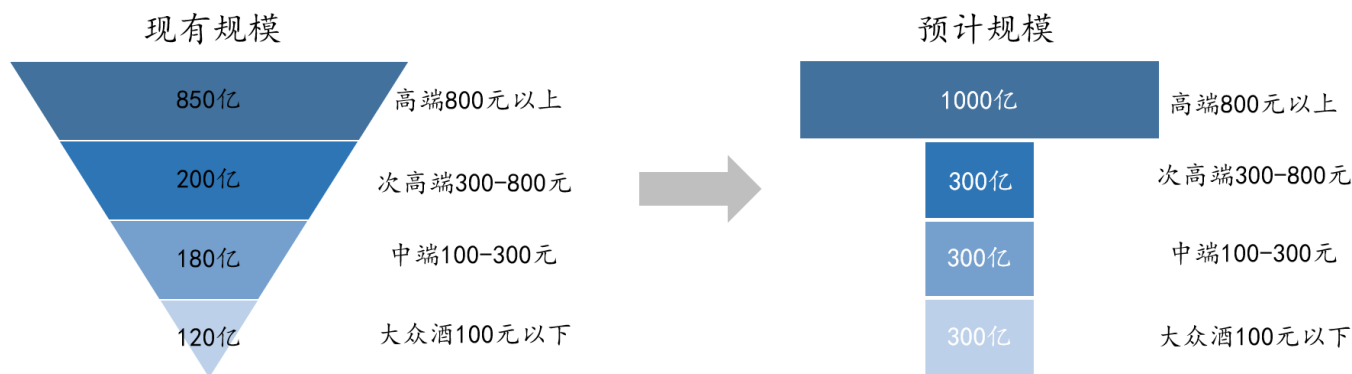


资料来源：公司官网，申万宏源研究

优质酱香酒产能释放后，酱酒价格带格局将呈“T”字型。受益于茅台带动的品类红利及酱香酒与现代人追求健康观念的契合，当前优质酱香酒供不应求，但酱香酒工艺要求使

得产能扩张到产品投放市场有着至少 5 年的时滞，因此优质酱香酒产能及老酒储备在未来五年内都将是稀缺资源，供需问题得不到缓解，优质酱酒产品价格也将水涨船高，此时提升产品结构和布局高端市场是酱酒企业的最佳选择。但是当本轮扩张的产能逐渐落地，生产的产品可以投放市场的时候，优质酱香酒供需紧张的局面得到缓解，未能跻身高端酒的企业将进攻重点转向品牌力更弱的中端酒，以求消化产能、谋求更大的市场份额。酱香酒目前“倒三角”的价格带格局也将逐渐向“T”字型演变。

图 18：酱香酒当前“倒三角”价格带格局将逐渐向“T”字型演变



资料来源：酒说，权图酱酒工作室，申万宏源研究（以收入排序，单位亿元）

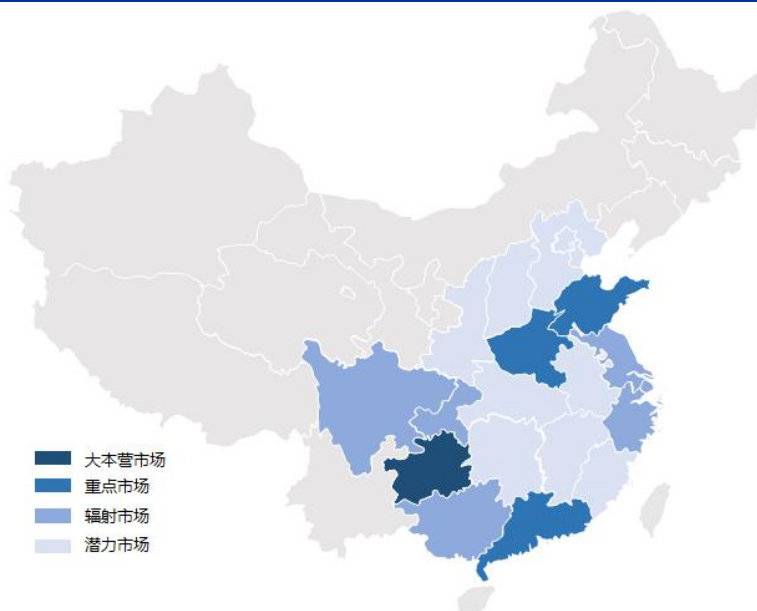
3.3 区域格局：贵州为大本营市场，粤鲁豫发展迅速

酱香酒产能稀缺，近两年才开始爆发性增长，目前酱香酒分布呈现出明显的区域集中特征。根据权图酱酒工作室数据，贵州省作为酱香酒工艺发源地和产能集中地，消费者饮用酱香酒的风气最盛，为酱香酒的大本营市场，酱香酒市占率达到 90%以上；广东、山东、河南为贵州省外酱香酒最为强势的省级市场，酱香酒市占率在 20%-50%；四川、重庆、福建、湖南、北京、广西等省市为酱香酒具备一定影响力的市场，酱香酒市占率在 10%-20%。而在浓香型表现强势的江苏、安徽及周边地区，清香型表现强势的山西及周边地区，酱香酒市占率尚低，一方面在这些地区酱香酒消费风气尚未形成，另一方面酱香酒企往往避开其他香型的传统强势区域进行竞争，在这些地区尚未进行大规模的资源投放。

未来，酱香酒有望受益于现有强势区域的进一步下沉，以及空白市场的开拓，从区域集中走向泛全国化。酱香酒市场投放量与酒企产能及老酒库存密切相关，短期内产能及老酒库存均存在瓶颈，因此除茅台外，酱香酒无法做到真正的全国化，短期内酱酒企业仍然以产品结构升级和样板市场打造为主。目前酱香酒市占率提升空间仍大，一方面在强势市场，酱香酒消费集中于市区，尚未下沉到区县级、乡镇级市场，存在进一步深挖的潜力；另一方面在非强势市场，现存酒企普遍未进行大规模资源投放，目前酱香酒仍然处于消费者品类教育的阶段。中长期看，随着扩产产能落地，酱香酒企业逐渐具备进行区域扩张的基础，且头部企业品牌塑造和样板市场打造初步完成，随着强势区域的下沉和空白市场的开拓，酱香酒区域分布特征有望从区域集中走向泛全国化。**参考现有全国化大单品的成长路径，我们认为，酱酒全国化需要具备以下条件：1、具有深厚的历史积淀和品牌基础；2、拥有全国化的产能支撑；3、高品质的全国化大单品；4、强势的大本营基地市场；5、全国**

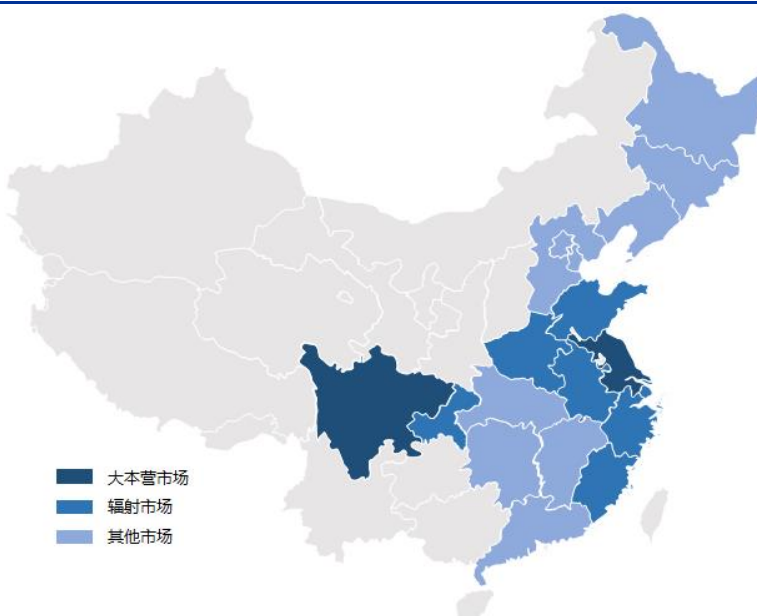
化的渠道运作和营销能力。当前来看，酱酒主要集中在次高端价格带，且主要集中于地产酒弱势的白酒大省，次高端价格带已经形成水晶剑、梦之蓝、习酒窖藏 1988 三大单品，其中，只有水晶剑是真正意义上全国化的次高端大单品，梦之蓝省外占比仍未超过 50%，习酒窖藏 1988 销售主要集中于贵州、广东、河南、山东几个省份，白酒的全国化尤其是深度全国化是非常不容易的，我们认为，酱酒的全国化还有很长的路要走。

图 19：2019 年酱香型白酒区域分布



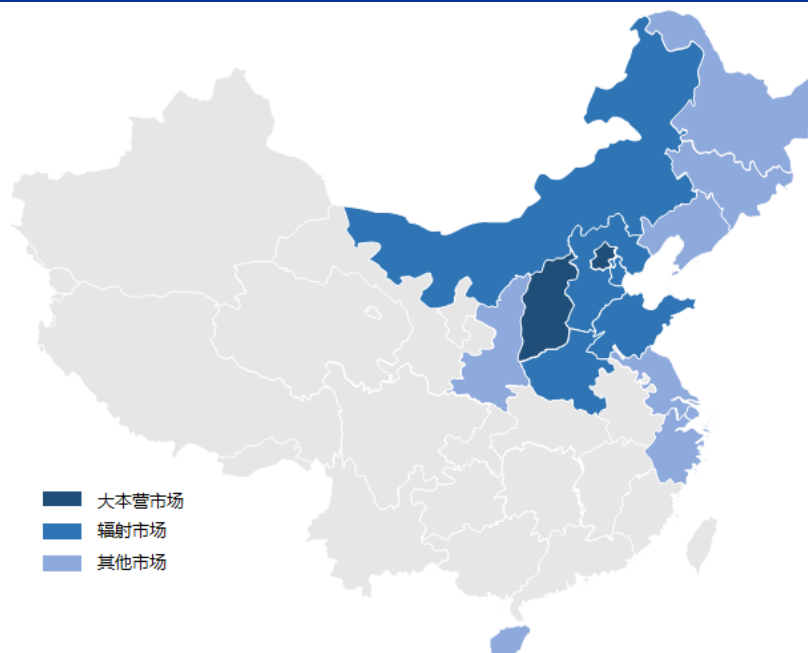
资料来源：权图酱酒工作室，公司官网，招股说明书，申万宏源研究

图 20：2019 年浓香型白酒区域分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：2019 年清香型白酒区域分布

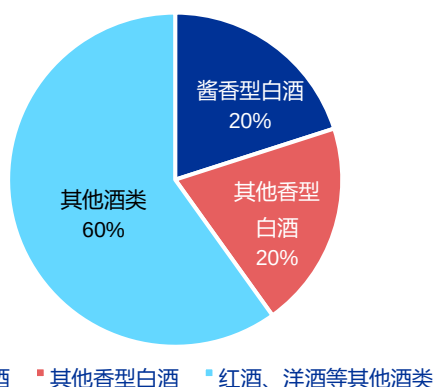


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3.1 广东：茅台消费大省，酱香酒占比接近 50%

广东省经济发达，居民消费水平较高，是茅台消费大省。此外，广东省还是国内进口烈酒消费量最大的省份，近年来海外烈酒消费量逐年下滑，20 年上半年受海外疫情影响，烈酒进口受阻，而酱香酒具有“小众而高端”的特点，契合海外烈酒消费者的核心诉求，相当一部分海外烈酒消费者转向消费国内酱香酒，进口酒类经销商也纷纷转而代理国内酱香酒。茅台强大的带动作用 and 海外烈酒市场份额下降使得广东省成为除贵州省外酱香酒消费风气最盛的区域市场。根据广东酒业协会数据，2019 年广东省白酒销售额 235 亿左右，其中酱香酒市场份额约 50%，规模 120 亿左右，同比增长 7%。2019 年，习酒、郎酒在广东省销售额均在 5-10 亿，此外国台酒业、金沙酒业、钓鱼台酒业、贵州珍酒在广东省销售额也在亿元以上。

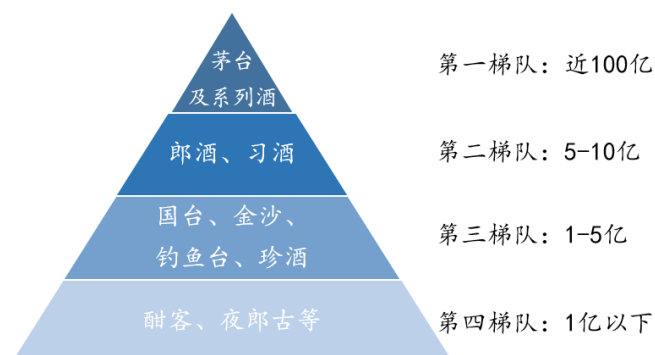
图 22：2019 年广东省酒类收入占比



■ 酱香型白酒 ■ 其他香型白酒 ■ 红酒、洋酒等其他酒类

资料来源：广东省酒业协会，酒业家，申万宏源研究

图 23：2019 年广东省酱香酒市场格局

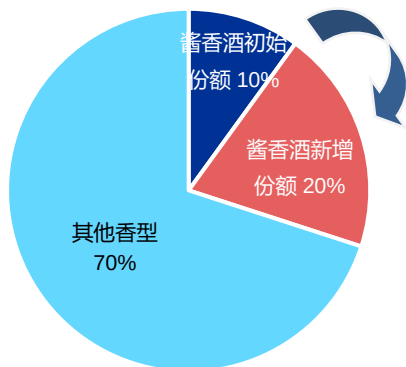


资料来源：酒业家，申万宏源研究（以收入排序，单位亿元）

3.3.2 河南：全省布局基本完成，酱浓清三分天下

主流酱香酒企业基本完成河南省各市布局，目前酱香酒已占据河南白酒市场三分之一份额。河南省是白酒消费大省，市场容量约 600 亿，位列各省第一。虽然河南省市场容量巨大，但地产酒并不强势，消费者也未形成香型依赖，从而成为各家酱酒企业进行省外布局的重点，郎酒、习酒、国台、金沙等酒企 5 年前就已在河南省进行布局，目前全省布局基本完成。**从规模上看**，河南酱香酒市场规模巨大，且近年增长迅猛。根据河南酒业协会数据，2019 年河南省酱香酒销售额近 200 亿，同比增长 34%，市场份额从几年前的不足 10% 增长到超过 30%，并且增长势头仍在延续。**从格局上看**，茅台酒和茅台系列酒销售规模百亿以上，稳居份额第一；习酒、郎酒在河南省销售额均过 10 亿；国台、金沙、钓鱼台、珍酒位居第三梯队，其中国台和金沙增长势头强劲：2017 年-2019 年，国台在河南省销售额连续三年增速在 100% 以上，2019 年销售额超过 3 亿；金沙在河南省耕耘 9 年，销售额从 2010 年的 0.4 亿增长到 2019 年的 3 亿以上，9 年 CAGR 超过 25%，且核心单品摘要占比接近 50%，产品结构较优。当前主要酱酒品牌在河南已经基本完成了初步的渠道布局，未来河南酱香酒市场仍有进一步增长潜力，目前酱香酒主流价格带位于 300-500 元，且除郑州外多个市级市场尚未深挖，各酱酒企业把握产品升级和渠道下沉两条主线，未来仍有量价齐升的增长空间。

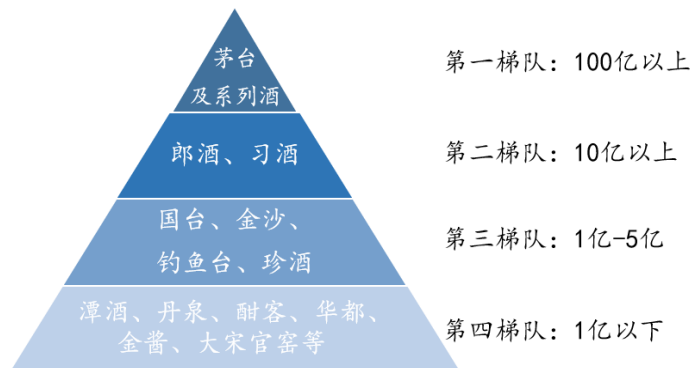
图 24：2015-2019 年河南省酱香酒市场份额迅速提升



■ 酱香酒初始份额 ■ 酱香酒新增份额 ■ 其他香型

资料来源：酒业家，申万宏源研究

图 25：2019 年河南省酱香酒市场竞争格局



资料来源：酒业家，申万宏源研究（以收入排序，单位亿元）

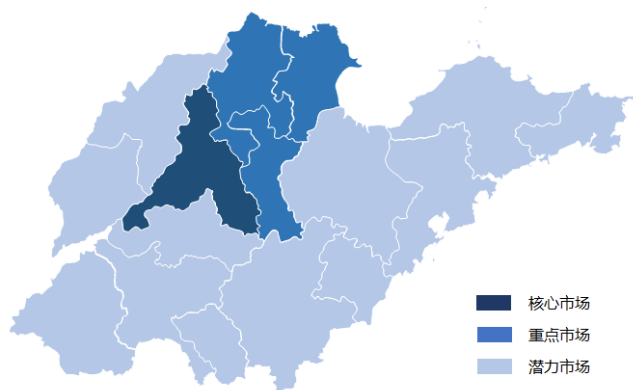
3.3.3 山东：酱香热正兴起，市场潜力巨大

酱香热正兴起，山东市场潜力巨大。山东省同河南省相仿，也为传统白酒消费大省，且地产酒实力偏弱，从而成为外省名酒必争之地。结合渠道反馈，山东省白酒市场规模约 500 亿，酱香酒市场份额接近 90 亿，同比增长 11%，占比约 18%，与河南省相比尚有较大的份额提升空间。酱香酒在山东发展速度慢于河南，原因有二：一是河南消费者喜饮高度酒，无论自饮、朋友聚饮还是赠礼宴请均偏好高度酒，而山东消费者喜饮低度酒，自饮及朋友聚饮多选用低度品种，地产酒如景芝、古贝春等主打产品也均为低度，而赠礼及商务宴请多数用高度酒。主流酱香酒度数普遍在 50 度以上，因此山东酱香酒借茅台之力切入高端消费场景比较容易，而改变消费者口味进入普通消费场景则需要一段时间。二是河南

省内多地酱香酒消费氛围浓厚，而山东不同地市消费氛围尚有差别。省会济南酱香风气最盛，其次是淄博、东营、滨州三市，其他地区酱香酒消费氛围则略逊一筹。且即使在酱香酒消费氛围最好的济南，下辖区县白酒消费仍以浓香为主。

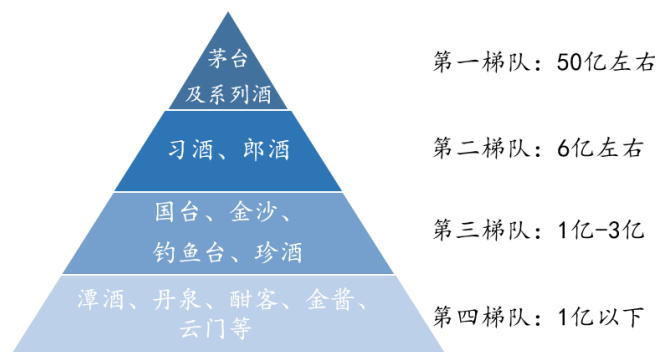
酱香酒中习酒表现最为出色，浓香受到一定冲击，清香仍然强势。从山东酱香酒竞争格局来看，习酒表现最为出色，习酒在山东销售额达到 6 亿以上，为茅台之外市场份额最大的酱香酒品牌，郎酒规模略低于习酒。金沙、国台在山东销售额都在 2 亿左右，其中金沙核心单品摘要占比超过 50%。**从山东香型竞争格局来看**，酱香酒在济南、淄博等地区的崛起，冲击了对应价格带浓香酒的市场份额。以汾酒为代表的清香型白酒在山东增长势头仍然强劲，并未受到酱酒冲击，主因酱香型与清香型白酒均处于对消费者进行品类教育的阶段，香型特殊，且汾酒自身的品牌力强，是清香龙头，在品牌地位上明显更高，因此不受酱香酒冲击。

图 26: 2019 年山东省酱酒集中于个别地区，整体潜力仍大



资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

图 27: 2019 年山东省酱香酒市场竞争格局



资料来源：渠道反馈，申万宏源研究（以收入排序，单位：亿元）

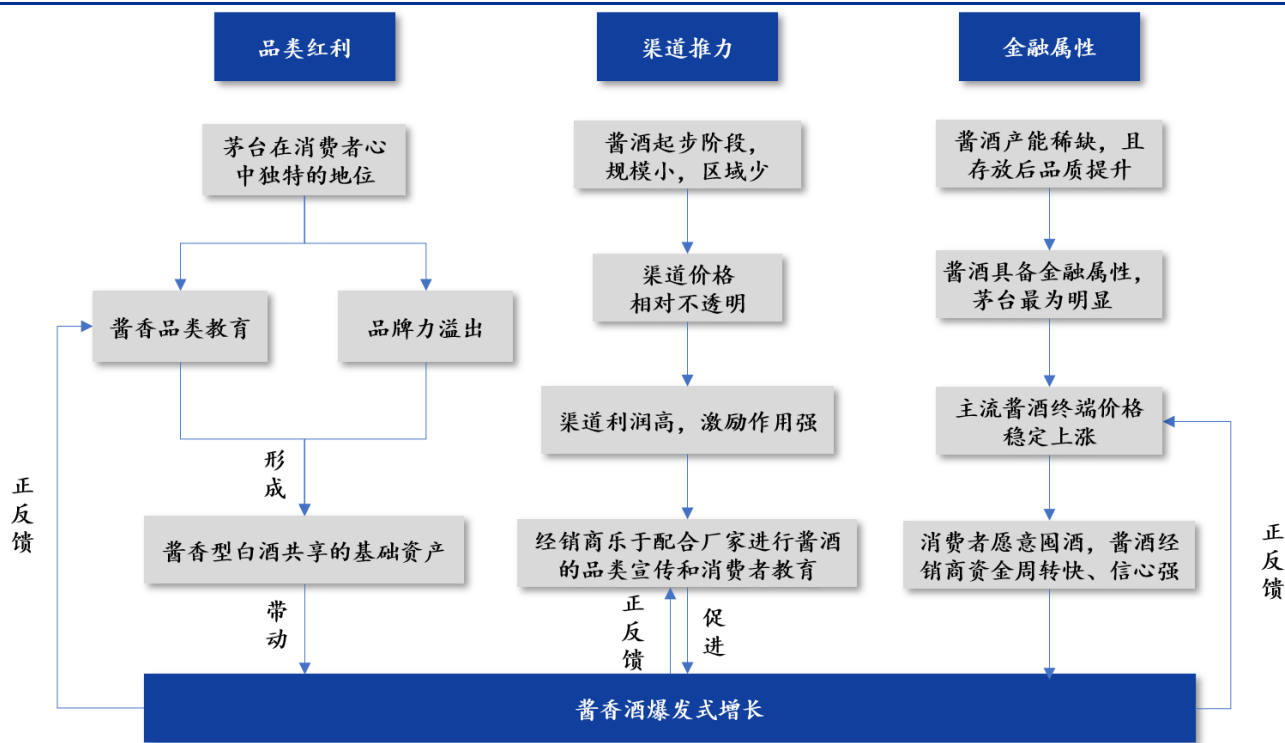
4. 归因及展望：预计酱酒行业未来十年成长空间约 2.5 倍，长期竞争回归品牌

4.1 归因：品类红利及强渠道推力成就“酱香热”

我们认为，本轮酱酒快速增长的主要原因在于：1、茅台品牌溢出效应带来的品类红利释放，酱香酒目前对消费者进行的还是品类教育，许多酱香酒单品近几年刚刚进入消费者选择范围内，尚未在消费者心中形成较强的品牌认知，但增长迅猛，本质原因是茅台品牌溢出给其他酱酒带来的品类红利。2、丰厚的渠道利润带来强渠道推力，当前多数酱酒品牌为新兴品牌，产品规模不大，渠道价格体系还不透明，在产品铺货推广的前期阶段，酒厂投入了巨大的费用，产品的渠道利润极高，经销商推力极强，主动选择推广酱香酒产品，短期形成了渠道正循环，强大的渠道推力本质上是来源于丰厚的渠道利润。3、酱酒优质产能稀缺，产品具备升值属性，价格可维持稳定上涨预期。尽管近几年酱香酒增长态势迅猛，

但实际上目前行业优质的酱酒产能是非常稀缺的，茅台的稀缺属性、金融属性、奢侈品属性等特殊属性也延伸到整个酱酒行业，名优酱酒品牌借助茅台的特殊属性赋予自身不断增值的能力，价格稳定上涨，一方面消费者愿意囤酒，另一方面渠道信心也得以强化。

图 28：品类红利、渠道推力、金融属性成就“酱香热”



资料来源：申万宏源研究

茅台的品牌溢出效应带来了酱酒品类红利。茅台作为行业龙头，长期以来在全国范围内培育了一大批酱香型白酒消费者和忠实爱好者，茅台强大的品牌力及对消费者进行的品类教育成为所有酱香酒企业共享的重要无形资产。**从产品风味来看**，多数消费者在品评酱香酒时以茅台为基准，口感越接近飞天茅台的酱香酒越容易为消费者所接受，本轮崛起速度较快的酱香酒企业多在产品风味上与茅台有较高的相似度：习酒工艺源自茅台，国台酒厂位于茅台镇，为茅台镇规模第二大的酒厂，地理位置上接近茅台，珍酒更是历史上异地茅台试验的产物。**从酒企宣传来看**，郎酒对青花郎的宣传语为“中国两大酱香白酒之一”，国台宣传自身为“茅台镇第二大酿酒企业”，金沙对摘要的宣传语为“贵州两大高端白酒”。酱香酒企业无论是产品风味还是宣传都努力向茅台靠拢，茅台的品牌溢出效应带来了显著的品类红利。

酱香酒投放市场时间较短，体量尚小，渠道利润明显高于经营多年的浓香品牌。酱香酒近两年厚积薄发，增速迅猛，同高渠道利润带来的渠道推力密切相关。与在市场经营多年、渠道价格透明的浓香型产品相比，酱香酒投放市场时间较短，消费者对产品价格不熟悉，厂家在设计价格体系时能够为渠道预留丰厚的利润。以剑南春为例，水晶剑为浓香知名酒企剑南春的百亿大单品，已经在市场运作多年，价格体系逐渐透明，渠道利润也逐渐变薄。根据渠道反馈，当前水晶剑渠道利润率在 10% 左右，而习酒窖藏 1988 渠道利润率在 25%-30% 之间，金沙摘要渠道利润率同样在 20% 以上，两者渠道利润率均明显高于剑南春。高渠道利润下经销商积极性强，渠道推力明显强于渠道利润较低的浓香品牌。

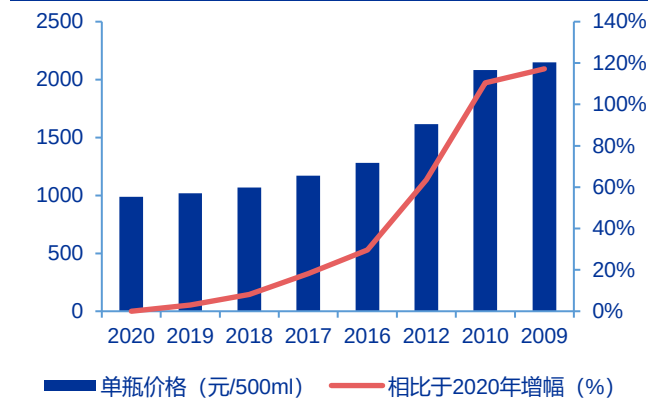
优质酱酒具备金融属性，产品终端价格稳定上涨。茅台具备明显的金融属性，一年可增值约 10%。名优酱酒品牌借助茅台的特殊属性赋予自身不断增值的能力，价格同样维持稳定上涨态势。较早年份的青花郎、习酒窖藏 1988 相比于 2020 年溢价明显，5 年份可增值 30%以上，10 年份可增值 100%以上，具备明显的金融属性，可保值增值。优质酱酒的金融属性一方面使消费者愿意囤酒，另一方面使经销商资金周转速度加快，强化了渠道信心。

表 10：剑南春水晶剑与习酒窖藏 1988、金沙摘要渠道利润率对比

产品	出厂价	一批价	一批商利润率	终端价	终端利润率
剑南春水晶剑	360 元（剔除政策）	370 元-380 元	3%-5%	400 元左右	5%左右
习酒窖藏 1988	360 元-385 元	450 元左右	15%-20%	500 元左右	10%
金沙摘要	500 元左右	600 元左右	20%	650 元左右	8%-10%

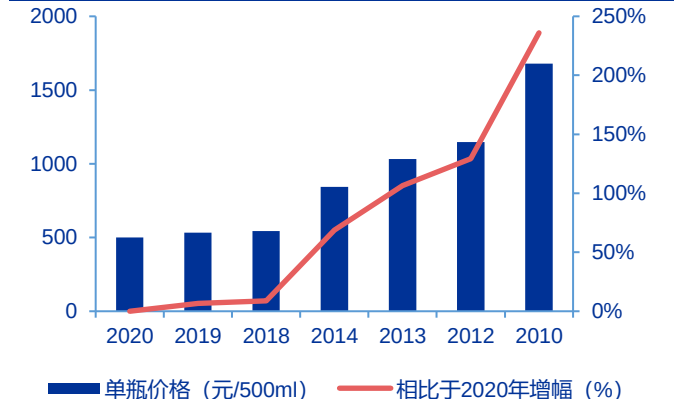
资料来源：渠道反馈，申万宏源研究（习酒窖藏 1988 19 年 7 月进行提价，表中为提价前数据，且考虑市场支持费）

图 29：不同年份青花郎终端价



资料来源：京东，申万宏源研究

图 30：不同年份习酒窖藏 1988 终端价



资料来源：京东，申万宏源研究

4.2 展望：预计未来十年行业 CAGR 约 10%，长期竞争归于品牌和企业经营能力

4.2.1 发展路径：短期扩容增长，中期挤压增长，长期回归品牌

短期来看，酱香酒的品类红利和渠道推力不会消失。目前酱香酒价格带上集中于次高端价格带，区域上集中于重点省份，区域和价格带上均有较大拓展空间。从价格带来看，当前优质酱酒产能稀缺，主流酱酒企业均放弃了 100-300 元价格带的竞争，将核心单品价格定位在 300-600 元次高端价格带，郎酒、习酒等站稳次高端价格带的企业则开始布局 800 元以上高端价格带，未来随着产能逐步释放，酱香次高端过度竞争，部分酱酒企业将转而布局中端，酱香酒价格带分布向两端扩张，由倒金字塔型变为“T”字型。从区域上来看，目前酱香酒以贵州为大本营市场，广东、河南、山东为重点布局市场，其他区域市占率仍低，且在重点市场未做进一步下沉，如山东的区县级市场还有很大空间。因此，看 3-5 年维度，我们认为酱酒热仍会延续，酱酒行业扩容空间仍大，头部品牌仍有较大成长空间，新兴品牌也能够较好地生存下来。

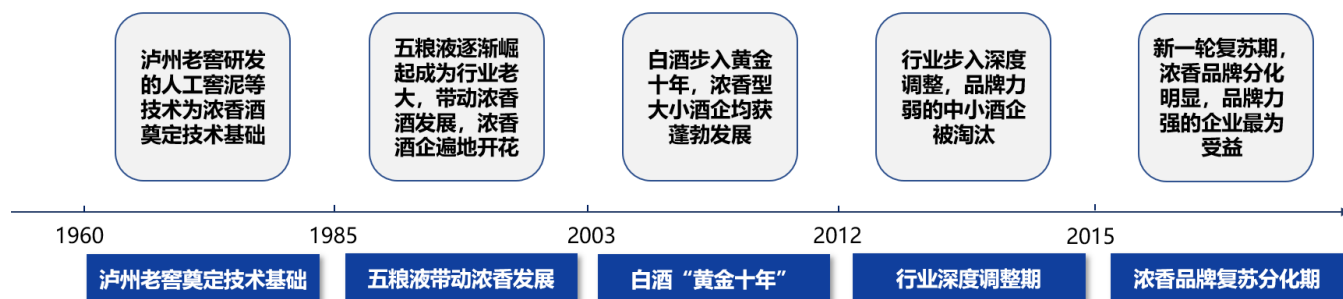
中期来看，酱香酒品类红利逐渐消退，渠道推力逐渐下降，行业进入挤压式增长阶段。

中期 5-10 年内，一方面酱酒的品类教育已基本完成，行业增长速度将放缓；另一方面，随着产品规模的逐步扩大，渠道价格越来越透明，渠道利润逐步萎缩，渠道推力逐步减弱。我们预计到这一阶段，酱香酒行业扩容增长速度放缓，进入挤压式增长阶段，行业在整合过程中集中度逐步提升，具有较强的品牌力和产品力、优秀的渠道运作能力和强大执行力的品牌将脱颖而出。

酱香酒行业长期竞争仍将回归品牌。品牌是白酒公司的核心资产和核心壁垒，品牌基因先天存在，不可复制，历史上每一轮行业洗牌，都是品牌掉队的过程。回顾浓香型白酒发展历史，“白酒大王”五粮液具备深厚的品牌底蕴和强大的名酒基因，在白酒行业的黄金十年中，诸多浓香型品牌蓬勃发展，2013 年行业进入深度调整期至今，无数中小品牌退出行业，2017 年至今行业分化加剧加速向龙头集中，强者恒强趋势仍然在持续演绎。长期来看，酱香酒行业的终极竞争仍然是品牌的竞争，品牌竞争力的塑造一方面需要先天基因奠定基础，另一方面需要后天长时期的品牌培育和维护，消费者教育和品质维护至关重要。

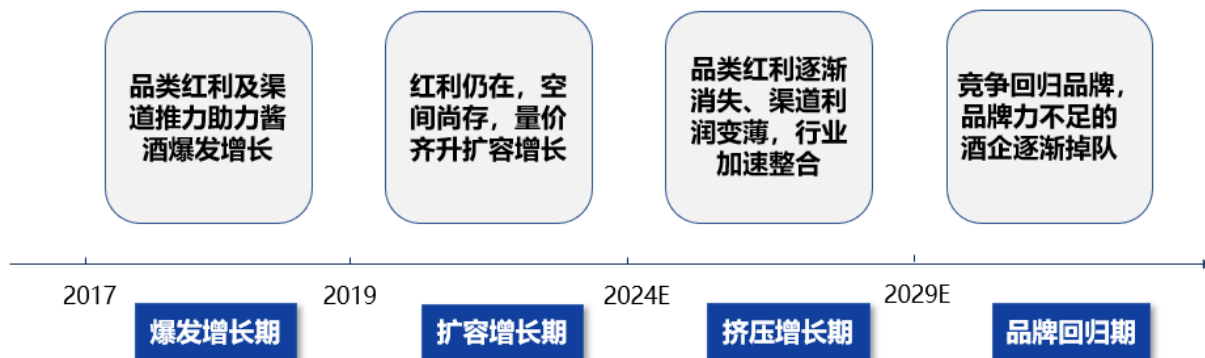
综上，我们认为决定酱酒品牌长期成长性的核心因素在于：1、品牌力，先天历史积淀与后天培育决定；2、企业经营能力，短期看很多酱酒产品渠道利润丰厚，但不一定可持续，短期铺货可以带来规模的快速增长，但长期渠道推力会弱化，如果短期过于急功近利，忽视了品牌和品质，一旦渠道利润萎缩，规模就会快速下滑。所以只有品牌力强、品质好、渠道管理能力强的企业才能真正走得长远。

图 31：浓香型白酒发展历史复盘



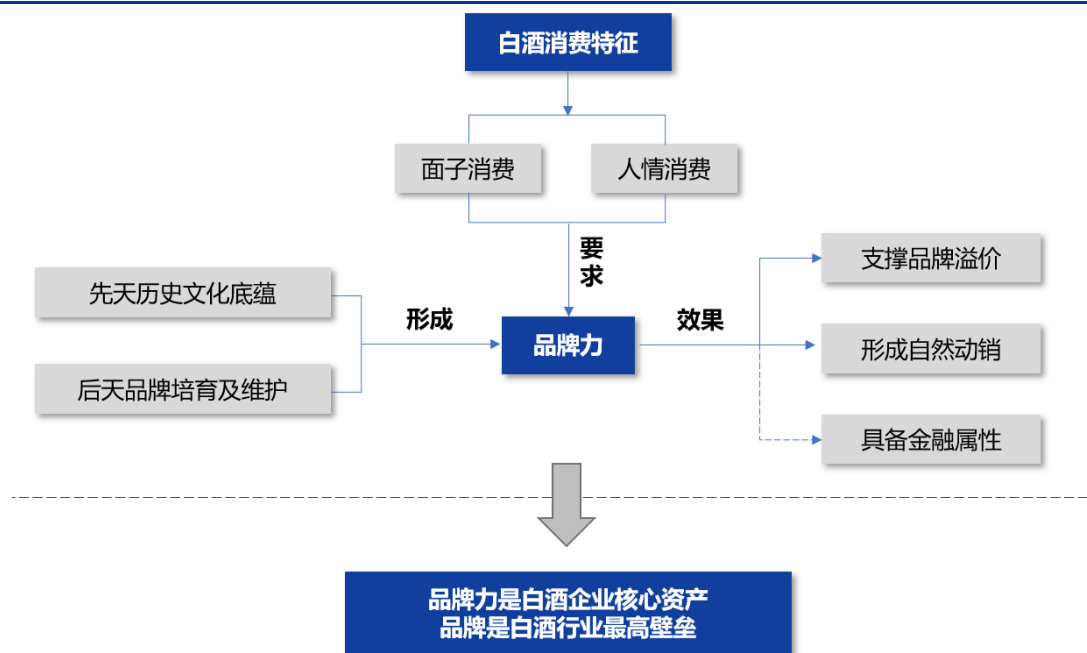
资料来源：酒文化网，申万宏源研究

图 32：酱香型白酒行业未来发展路径



资料来源：申万宏源研究

图 33：品牌力在白酒行业长期竞争中扮演重要角色



资料来源：申万宏源研究

4.2.2 成长空间：预计未来十年酱酒收入 CAGR 约 10%，可看 2.5 倍成长空间

从量价两个维度看酱酒行业成长空间。销量端同时受供给和需求制约，供给短期不足，长期可能过剩，需求取决于渠道下沉与区域扩张空间；价格端取决于升级速度。

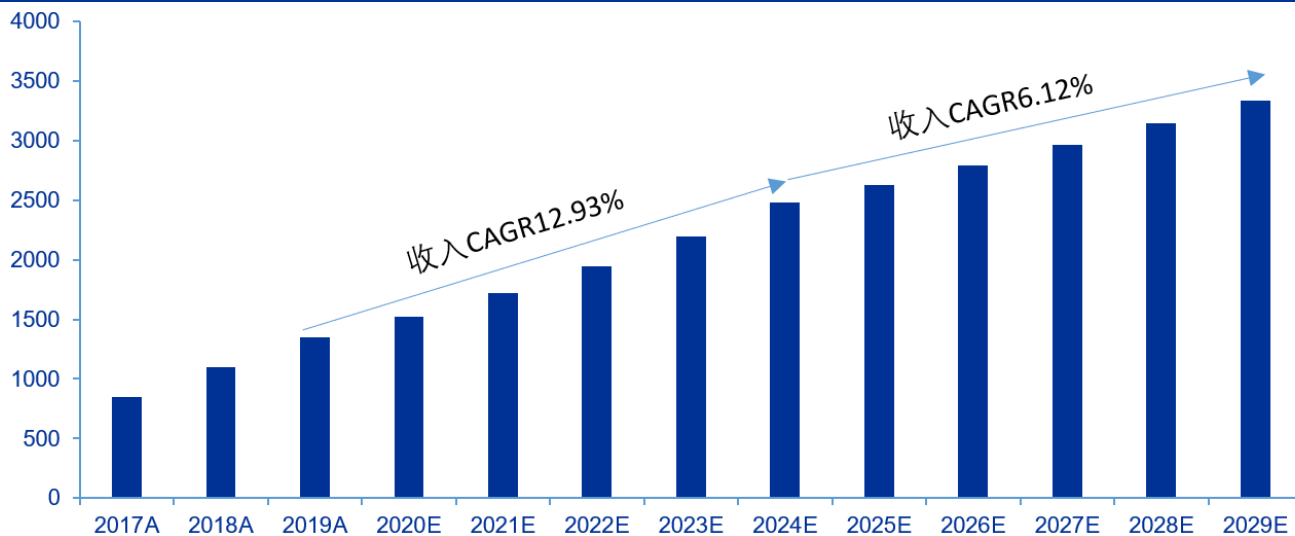
量：销量方面，5 年内（2019 年-2024 年）新增产能较少（约 2.5 万吨），销量上升主要靠产能利用率提升。考虑到酱酒现有产能利用率的提升，假设行业整体产能利用率从 70% 上升到 90%，可贡献约 10 万吨产量。10 年后，预计本轮扩产产能将全部落地，届时仅赤水河流域产能将新增 14 万吨，整体酱香酒产能新增 20 万吨以上，占酱酒现有产能 40% 左右。考虑到新增产能消化程度，结合酱香酒区域扩张情况，我们分乐观、中性、悲观三种情况进行假设。**乐观假设下**，酱香酒新增产能均得到消化，部分头部酱香酒企业产能利用率达到 100% 以上，主流酱香酒企业基本完成全国化布局，酱香酒行业十年销量增速 50% 以上，CAGR 约 4%。**中性假设下**，主流酱香酒企业完成泛全国化布局，几家头部酱香酒企业产能利用率可达 100%，腰部企业产能利用率 80% 左右，部分中小企业产能退出，整体来看酱香酒行业十年销量增速 40% 以上，CAGR 约 3.5%。**悲观假设下**，酱香酒企业区域扩展受阻，只能在几个强势区域发展，行业内部整合加速，市场份额被龙头占据，头部酱香酒企业产能利用率 80% 左右，腰部企业产能利用率 60% 左右，诸多中小企业产能退出，整体来看酱香酒行业十年销量增速低于 30%，CAGR 约 2.5%。

价：根据上文分析，我们认为酱酒升级到千元价格带以上还需要较长时间，但整体结构升级的趋势不变，过去 10 年次高端价格带吨酒价格 CAGR 约 4%，中长期看酱香酒吨价提升主要来源于消费升级带来的次高端整体吨价提升以及各品牌产品结构提升。我们分乐观、中性、悲观三种情况进行假设。**乐观假设下**，郎酒、习酒等头部酱香酒企业成功占位

高端，让出部分酱香次高端空间，国台、金沙等腰部企业次高端产品占比随之提升，产品结构得到优化，经测算，5年内酱酒产品结构提升带来吨价贡献约6%，5年后产品结构基本稳定。因此5年吨价复合增速为10%，5-10年为4%，十年CAGR为7%。**中性假设下**，头部酱香酒企业在高端价格带仅有产品布局，规模不大，酱香酒行业吨价提升主要依赖于次高端价格带内部消费升级带来的产品结构改善，经测算5年吨价复合增速为8%，5-10年为4%，十年CAGR为6%。**悲观假设下**，酱香酒内部挤压严重，过剩产能满足酱香次高端需求后只能往中低端延伸，产品结构对吨价没有额外贡献，酱酒吨价10年CAGR为4%。

综上，乐观假设下，酱香酒未来十年销量复合增速4%，吨价复合增速7%，收入CAGR为11.3%，收入规模接近4000亿，十年成长空间约2.9倍。**中性假设下**，酱香酒未来十年销量复合增速3.5%，吨价复合增速6%，收入CAGR为9.7%，收入规模3400亿左右，成长空间约2.5倍。**悲观假设下**，酱香酒未来十年销量复合增速2.5%，吨价复合增速4%，收入CAGR为6.6%，收入规模2500亿左右，十年成长空间约1.9倍。**基于上文的分析，我们认为，由于高端酒的品牌壁垒极深，消费者忠诚度极高，白酒全国化的难度较大，茅台以外的酱香酒品牌未来难以完全占位高端价格带，也难以做到深度全国化，因此根据中性假设，我们认为酱香酒行业未来十年收入CAGR约10%，成长空间约2.5倍。**

图 34：预计酱香酒未来十年收入 CAGR 为 9.7%，成长空间约 2.5 倍



资料来源：权图酱酒工作室，申万宏源研究（收入单位为亿元）

表 11：三种假设下酱香酒未来成长空间及增速

5 年	2019A 收入规模	销量增速	价格增速	收入增速	2024E 收入规模	5 年成长空间
乐观假设	1350	4.56%	10.00%	15.02%	2718	2.0 倍
中性假设	1350	4.56%	8.00%	12.93%	2479	1.8 倍
悲观假设	1350	4.56%	4.00%	8.75%	2053	1.5 倍
10 年	2019A 收入规模	销量增速	价格增速	收入增速	2029E 收入规模	10 年成长空间
乐观假设	1350	4.00%	7.00%	11.28%	3931	2.9 倍
中性假设	1350	3.50%	6.00%	9.71%	3410	2.5 倍
悲观假设	1350	2.50%	4.00%	6.60%	2558	1.9 倍

资料来源：权图酱酒工作室，申万宏源研究（收入规模单位均为亿元）

5. 主要酱香酒企业一览

5.1 郎酒：名酒基因+机制灵活+管理优秀

5.1.1 复盘：历史悠久，几度沉浮

郎酒历史源远流长，曾两度获得国家名酒称号，拥有名酒基因。郎酒产自四川省古蔺县二郎镇，二郎镇位于赤水河中游，属于国家级优质酱酒原产地保护区。郎酒历史源远流长，其前身可追溯到清末成立的“絮志酒厂”。1957年，国营四川省古蔺郎酒厂成立，其生产的“郎”牌郎酒于1984年、1989年先后两次被评为“国家名酒”，为历次名酒评选中除茅台外唯一连续入选的酱香型白酒，拥有名酒基因。

表 12：历次名酒评选结果

时间	届次	称号	品牌
1952	第一届	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963	第二届	八大名酒	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979	第三届	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984	第四届	老十三优名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、 郎酒
1989	第五届	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、 郎酒 、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：凤凰网，申万宏源研究

几度沉浮，调整后再创辉煌。2000年初，郎酒销量逐渐下滑，一度陷入发展困境。2002年，郎酒厂改制，控股股东变更为宝光集团，汪俊林成为郎酒实际控制人。汪俊林入主郎酒后，调整组织架构、找准品牌定位、建立激励机制，进行了一系列的变革，适逢2003-2012年的白酒黄金十年，郎酒变革后发展迅速。2008-2012年，郎酒驶入发展快车道，销售规模从13亿元快速增长至110亿，跻身百亿俱乐部，其中红花郎系列产品贡献销售额51亿元。但高速发展也积累了渠道库存、终端价格等各方面的问题，2012年三公消费禁令发布后白酒行业进入深度调整期，郎酒也进入调整转型期。**经历数年调整，郎酒在2016年以来的新一轮行业复苏期再度发力。**2017年，郎酒集团精简内部架构，将六个事业部缩减为青花郎、郎牌特曲、小郎酒三大事业部；削减多款低端产品，聚焦青花郎、红花郎、郎牌特曲、小郎酒等核心单品进行发展；坚定打造高端品牌，将“青花郎”重新定位为“中国两大酱香白酒之一”。截至2019年底，郎酒营收规模达83.48亿，近三年复合增长率达27.8%，再次朝着百亿规模迈进。2020年6月，郎酒提交招股说明书，向IPO发起冲刺。

图 35：郎酒发展历史复盘



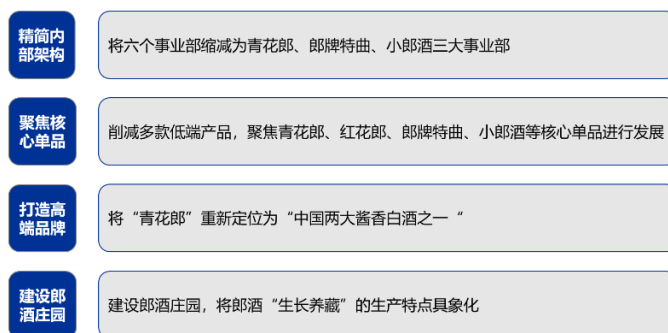
资料来源：招股说明书，公司官网，申万宏源研究

图 36：郎酒庄园-金樽堡示意图



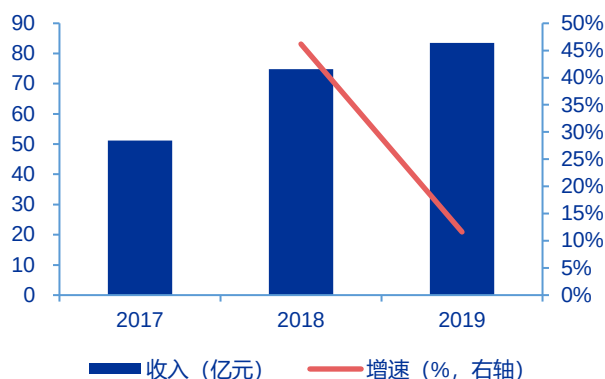
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 37：2017 年以来郎酒进行的一系列变革



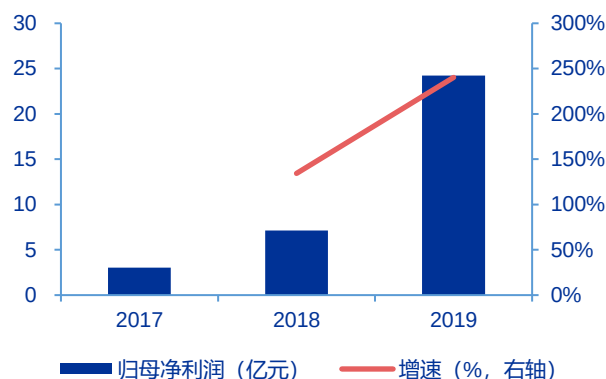
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 38: 2017-2019 年郎酒收入及增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 39: 2017-2019 年郎酒归母净利润及增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

5.1.2 产品：产品布局完整，聚焦核心单品，结构不断提升

郎酒是为数不多的同时具备酱香、浓香、兼香三种香型生产能力的企业，产品布局完整，层次分明。郎酒目前有两大产能基地，二郎酱香基地年产酱香型基酒 18000 吨，泸州生产基地年产浓香型基酒 14000 吨。因浓香型基酒对窖池年龄有要求，郎酒目前浓香型基酒产能缺口较大，每年需外购 3-4 万吨浓香型基酒。根据招股说明书中对募投项目的说明，郎酒拟建设酱香型基酒产能 2.27 万吨，浓香型基酒产能 3.34 万吨，加上目前在建产能，未来酱香型基酒产能可达 5 万吨，浓香型基酒可达 4.7 万吨。从产品分布来看，酱香型主要是次高端及以上产品，浓香型主要是中端产品，兼香型主要是中低端产品。

青花郎红花郎为两大核心单品，占比不断提升。郎酒目前有青花郎、红花郎、郎牌特曲、小郎酒、顺品郎五大战略产品，其中规模最大、盈利能力最强的是酱香型单品青花郎和红花郎，分别定位高端和次高端价格带。2019 年，青花郎收入 32 亿，红花郎收入 21 亿，收入合计占总收入比 35%，相比 2017 年提升了 8 个百分点。青花郎、红花郎的量价齐升使得公司产品结构不断优化。

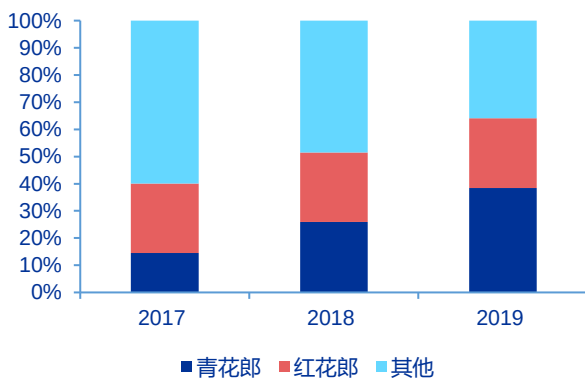
分区域看，西南华东占比最高，未来有全国化的潜力。西南为郎酒大本营市场，表现强势，2019 年销售收入 24 亿，占比 29%。华东地区经济发达，人均消费水平高，2019 年销售收入 23.9 亿，占比近 29%。**从增速来看**，华北、华南、西北大区增速明显快于其他，三地 2019 年销售收入增速均在 30% 以上。**郎酒具备较强的品牌力、充足的后备产能和完善的的产品布局，核心单品青花郎、红花郎、小郎酒均在对应价格带表现出色，未来有望依靠其品牌力和产能优势进行区域扩张，完成全国化布局。**

图 40：郎酒产品结构

档次	体系	产品名称	香型	零售价格	图例
超高端	奢香藏品系列	青云郎（50）53度	酱香	6300	
		红运郎（30）53度		3300	
高端	青花郎系列	青花郎53度		1079	
次高端	红花郎系列	红花郎（15）53度		600	
		红花郎（10）53度		405	
中端	郎牌特曲系列	郎牌特曲窖藏5号 50度	浓香	109	
		郎牌特曲窖藏7号 50度		159	
		郎牌特曲T8 50度		200	
		郎牌特曲T6 50度		150	
		郎牌特曲T3 50度		100	
	小郎酒系列	精酿小郎酒45度 100ml	兼香	27	
		经典小郎酒45度 100ml		18	
	中低端	顺品郎系列		蓝顺45度 280ml	55
红顺42度 280ml				47	

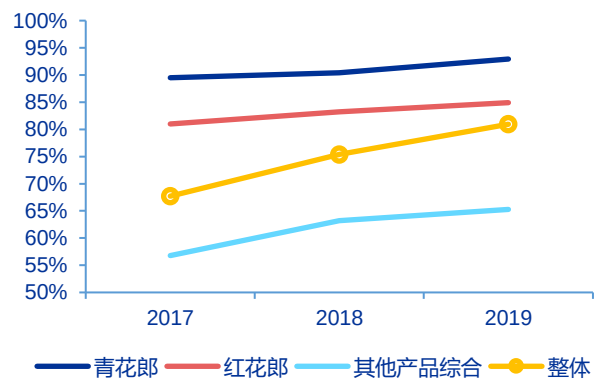
资料来源：招股说明书，京东，申万宏源研究

图 41：2017-2019 年郎酒产品结构不断提升



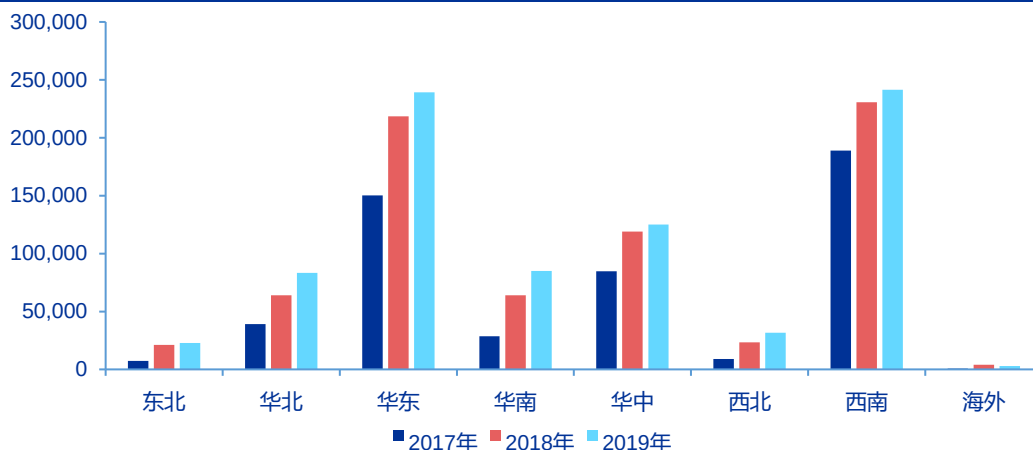
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 42：产品结构提升带来毛利率提升



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 43：郎酒销售地域分布



资料来源：招股说明书，申万宏源研究（注：销售收入单位为万元）

5.1.3 渠道：扶大商、树好商，渠道模式灵活调整

郎酒的销售模式以经销为主，直销为辅，2017-2019 年经销渠道收入占比均在 96% 以上。从销售组织架构来看，郎酒下设市场部、销售公司及庄园公司。

图 44：郎酒销售部门架构



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

郎酒渠道模式经历多轮调整。郎酒过去实行“一树三花，群狼战术”，实行“事业部+大区”双轨制，最大限度地发挥大区 and 事业部的市场潜能，但这种模式也出现了大区 and 事业部权力重叠、利益冲突等问题，在行业调整期郎酒出现了产品渠道价格倒挂、库存积压的问题，伤害了经销商利益。后来郎酒渠道模式多次进行调整，先将双轨制调整为垂直管理模式，集中打造大单品，而后彻底取消大区制，增加小郎酒事业部。2016 年，郎酒意识到聚焦核心单品的重要性，事业部“六变三”，2017 年为进军高端，将红花郎事业部改为青花郎事业部。2019 年，郎酒成立郎酒庄园事业部和综合渠道事业部，主抓直营，加强对终端的掌控。

郎酒当前采用“扶大商、树好商”的大商制。2019 年 7 月，郎酒将招商布局权限从大区上收到事业部及销售公司，打破了以前大区招商主导的模式，开始向打造优商、强商的方向发力。郎酒当前“扶大商、树好商”的大商制一方面可以长期培养一批优质商家，提

高经销商忠诚度，另一方面郎酒采用“一地一策、一城一策”的方式，市场灵活度更高，能够充分发挥经销商的积极性。郎酒的大商制优点明显，可以在全国化布局尚未完成时充分利用经销商资源进行快速扩张，但对终端的掌控能力偏弱。

表 13：郎酒渠道模式的调整历程

时间	阶段	措施	成效
2006	“事业部+大区”双轨制	郎酒销售公司下设事业部，实行“事业部+大区”的双轨制，进行双重管理；以此实现了对五大事业部和西南、华东、华南、中原、东北、西北六个销售大区以及各城市 55 个办事处的管理运营网络。	有效管控市场，在打击窜货、维护价格体系上起了非常重要的作用，帮助郎酒实现了迅速扩张，从 2006 年到 2012 年，郎酒收入从 7.5 亿跃升到 110 亿。
2012	准公司运营垂直管理	营销模式由“矩阵式组织结构”变革成“准公司运营管理”，红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通品牌五大事业部独立运作，独立管理。	事业部聚集到品牌的发展中，集中力量打造大单品。而且伴随着郎酒将经营权、抉择权和监督权全部分开，事业部在市场运营、战略规划上更加科学化和可控化，且规避了之前“双轨制”的弊端。
2015	取消大区制，事业部“五变六”	市场近 20 亿的小贵宾郎从流通事业部中剥离出来，成立了小郎酒事业部，形成了红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通品牌、小郎酒六大事业部。	规避了大区和事业部的权力重叠和利益冲突问题，小郎酒得到足够重视，成长迅速。
2016-2017	聚焦大单品，事业部“五变三”	老郎酒事业部合并入红花郎事业部。郎牌原浆、新郎酒两个事业部与郎牌特曲事业部合并，五大事业部调整为红花郎、小郎酒、郎牌特曲三大事业部。	聚焦青花郎、红花郎、小郎酒、郎牌特曲几款核心单品，削减了许多中低端产品。
2017	“杀入”高端打造品牌	2017 年，为了聚焦高端酱酒，郎酒将红花郎事业部变更为青花郎事业部，在青花郎的市场管理、品牌运营上进行倾斜。	2017 年，青花郎事业部的商家规模与销售规模持续扩大，不到一年的时间，青花郎销售同比增长 122%。

资料来源：微酒，申万宏源研究

图 45：郎酒庄园将郎酒“生长养藏”的酿造特点具象化



资料来源：公司官网，申万宏源研究

5.1.4 管理层：核心领导人管理能力出众，民企体制下高管激励充分

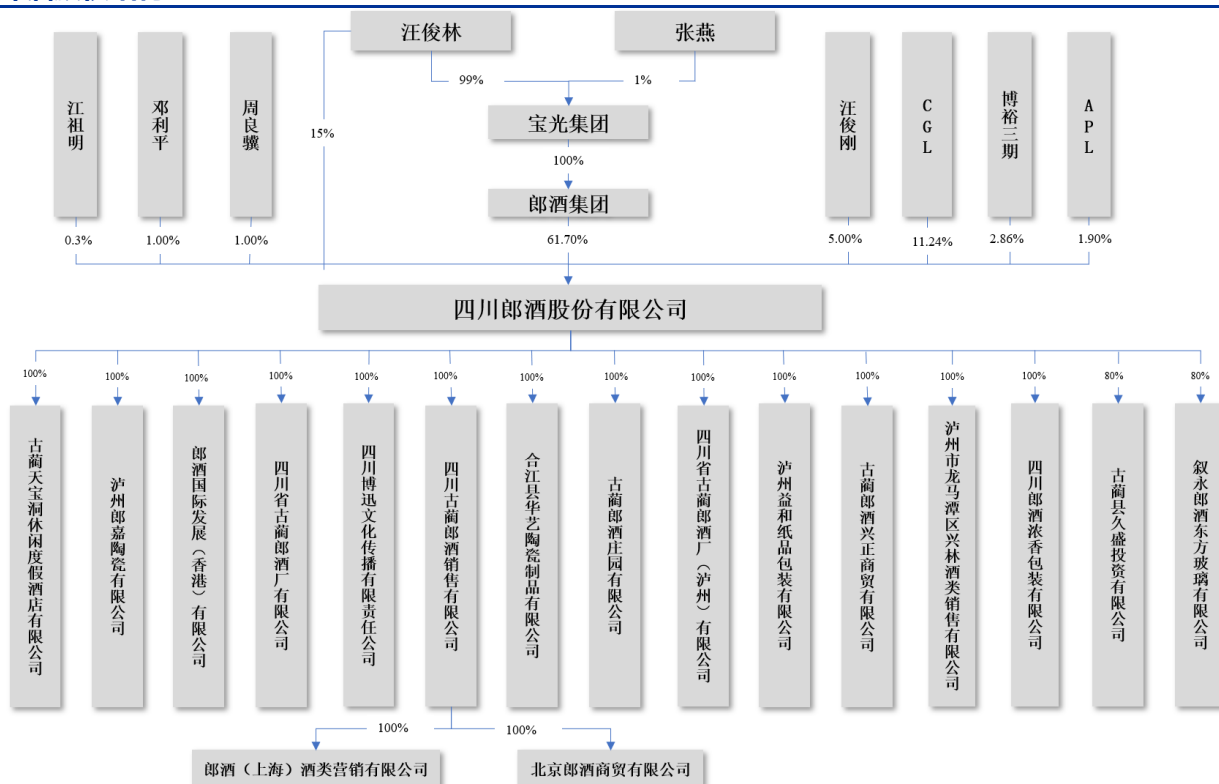
郎酒核心领导人为董事长汪俊林，具备出色的管理能力。2000年-2001年，郎酒业绩下滑严重，汪俊林同市政府达成收购协议，收购郎酒并将其改制，通过制度改革和有效激励，成功使郎酒于2011年销售额突破百亿，成为全国知名酒企。汪俊林能够认清企业发展中的问题，并进行大刀阔斧地改革，带领企业腾飞，体现出其出色的管理能力。从郎酒的股权结构看，汪俊林及其关联方持股比例高达66.7%，与中小股东利益高度一致。**民企体制下，高管激励充分。**除汪俊林外，公司其他高管诸多出身一线，具有丰富的销售经验。民企机制灵活，高管激励充分，核心管理人员薪酬水平明显高于国有白酒企业。

表 14：汪俊林个人履历

时间	履历
1983年	泸州医学院本科毕业
1983-1991年	任泸州医学院附属中医院医生
1991-1992年	任成都恩威投资集团研究所所长
1992-1994年	出任泸州国营制药厂厂长，一年后药厂扭亏为盈，1994年改制为民企宝光集团
1999-2001年	接管年亏上亿的国企四川长江机械集团，两年后集团实现盈利
2001-2002年	参与郎酒改制，接管郎酒，后正式收购郎酒
2003-2012年	带领郎酒成为销售额过百亿的大型酒企
2015年至今	经历行业调整后，带领郎酒再度向百亿发起冲击

资料来源：凤凰网，申万宏源研究

图 46：郎酒股权结构



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 15：郎酒主要高管 2019 年度薪酬

姓名	主要任职	薪酬(万元)	个人履历
付饶	总经理	475.88	出身一线，历任郎酒集团人力资源部经理、郎酒销售副总经理
刘盛东	副总经理、财务负责人	372.5	来自宝光集团，历任宝光药业科技开发公司副总经理
贺富荣	副总经理	314.48	来自宝光集团，历任宝光能源总经理
罗文伟	副总经理	284.81	出身销售一线，历任郎酒销售员、厂长、郎酒销售副总经理
蒋英丽	副总经理、总工程师	436.74	白酒专家，历任古蔺郎酒厂厂长助理、副总工程师
江祖明	副总经理	299.9	外聘高管
梅刚	副总经理	299.21	出身销售一线，历任郎酒销售重庆总经理、大区总经理、老郎酒及红花郎事业部总经理、总经理助理
陈建伟	副总经理	378.4	出身销售一线，历任郎酒销售区域总经理、大区总经理、战略品牌部经理、如意郎及郎牌特曲事业部总经理、总经理助理
黄乐帅	董事会秘书	155.96	来自宝光集团，历任宝光药业证券事务代表、郎酒销售办公室主任
沈毅	常务副总工程师	227.77	出身生产一线，历任酿酒技术员、勾兑员、调酒师、酒体中心部长、二郎基地总经理

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

5.2 习酒：基因特殊，大单品突出，管理层务实

5.2.1 复盘：从浓香酒企到知名酱香酒企

习酒历史悠久，最早建厂时间可追溯到 1952 年。1952-1965 年，由于历史原因，酒厂生产断断续续，直到 1966 年，浓香型白酒习水大曲才研发成功并得到认可。1977 年，习酒开始研发酱香型白酒，并于 1983 年推出酱香型白酒“习酒”并实现量产。1992-1998 年，习酒连续六年亏损。1998 年茅台兼并习酒，习酒稳步前进，主要经济指标连续十年稳定增长。2010 年张德芹上任，力推酱香型白酒，习酒完成从普通浓香酒企到知名酱香酒企的转变。习酒作为茅台集团旗下子公司，传承了茅台的酱香工艺，作为与茅台关系最为密切的品牌，基因十分特殊，在本次酱酒热中受益明显。2019 年习酒营收 79.8 亿元，窖藏系列占比 53%，2014-2019 年 5 年收入 CAGR 高达 38.25%，利润 CAGR 高达 73.65%。

图 47：习酒发展历史复盘



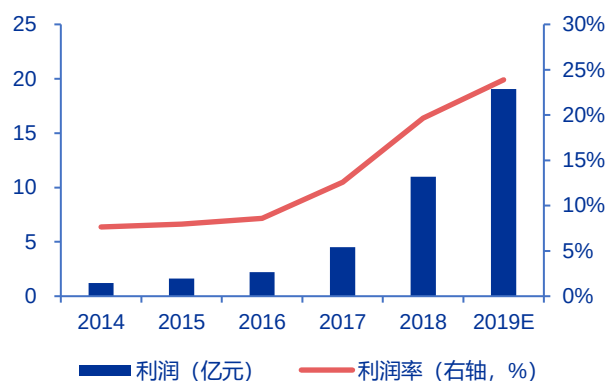
资料来源：闲话习酒，申万宏源研究

图 48：2009A-2020E 习酒销售收入及增速



资料来源：习酒经销商大会，申万宏源研究（2020 年为习酒百亿收入目标）

图 49：2014A-2019E 习酒实现利润及利润率



资料来源：习酒经销商大会，申万宏源研究（2019 年数据为根据三季度数据估算值）

5.2.2 产品：聚焦窖藏系列大单品，推出君品习酒占位高端

2019 年习酒窖藏系列销售额 42 亿，第二大酱香酒单品。习酒酱香型产品呈梯度布局，层次清晰。核心大单品窖藏系列定位次高端价格带，2019 年销售额 42 亿，品质出众，性

价比高，成为酱香酒的第二大单品。中端的金钻系列涵盖 100-300 元价格带，销售额在 20 亿左右。2019 年，习酒推出战略新品君品习酒，占位高端千元价格带。

图 50：习酒产品体系（仅列示酱香型）

档次	产品体系	产品名称	500ml 零售价格（元）	图例
高档	君品系列	君品习酒	1399	
	窖藏系列	窖藏 30 年	4199	
		窖藏 15 年	2299	
		窖藏 1988	668	
		窖藏 1988（雅致版）	568	
		窖藏 1998	369	
中档	金钻系列	金钻习酒	388	
		金质习酒	209	
		银质习酒	115	
		金品习酒	175	
低档	老习酒系列	老习酒	108	
		精品习酱	69	

资料来源：公司官网，京东，申万宏源研究

5.2.3 渠道：渠道运作能力较强，省外扩张迅速推进

习酒窖藏 1988 自 2010 年推出，2016-2019 年三年快速放量，当前渠道利润率仍维持在 20% 左右，经销商积极性仍然维持，彰显出习酒对价盘的把控能力和较强的渠道运作能力。省外扩张迅速推进，2019 年省外收入占比接近三分之二。2016 年起习酒省外扩张明显加速，省外经销商数量从 2016 年的 524 个提升至 2019 年的将近 2000 个，省外收入从不足 9 亿迅速增长至 51 亿，占比从 35% 提升至 64%，2019 年省外收入占比已经接近

三分之二。习酒省外扩张仍在迅速推进，凭借习酒过硬的产品品质、超前的产能布局、强大的品牌底蕴，未来习酒全国化的潜力巨大。

表 16：习酒历年渠道目标及相应举措

年份	市场布局	具体内容	业务目标	渠道举措
2016	省外“1+2”	在省外打造一个亿级市场，两个5000万级市场	收入同比增长20%以上	-
2017	“1+3+6”	做深、做精、做细、做透贵州市场，攻克河南、山东、广东战略重点市场，建立以重庆、湖南、湖北、江苏、福建、浙江形成的长江沿海销售增长金腰带	实现“25亿元的销售额、1.7亿元的销售量、1个五亿级以上、1个四亿级以上、10个一亿级以上、9个五千万级以上”的市场布局。	-
2018	“三点两线一个根本”	以贵州市场为核心、长江经济带及沿海经济带，再加上三个省外重点市场（河南、山东、广东）	打造1个7亿元市场，1个5亿元市场，3个4亿元市场，2个3亿元市场，3个2亿元市场，7个1亿元市场和12个5000万市场。	-
2019	“132”	推广“贵州经验”到成熟的样板市场，争取在3年内将河南省打造为第一个省外“贵州型”市场，4年内再新增山东、广东两个此类市场。	达到44个全国片区市场，其中省内14个，省外细分为30个，力争打造12个1亿级片区、18个2亿级片区。	贵州省内继续建设全覆盖的强势终端网络，并纳入云分销系统；继续深入落实贵州乡镇市场“五个一”工程。通过开设体验馆与专卖店、开发核心分销商、持续拓展团购单位、培养目标消费群体等方式 夯实营销网络 、提升动销。
2020	“133+”	做好贵州市场，做大省外市场。以河南、山东、广东三个样板市场为基础，新增江苏、浙江、福建三个重点市场，并与其他省外市场协同发展。	-	1) 清理三无经销商，扶持优质经销商， 优化经销商结构 ；2) 启动“习酒传承人”培养计划，提升经销商合作忠诚度；3) 贵州市场适当降压 留出时间和空间进行市场调整；4) 深入落实市区县城 团购开发工程 ，计划拜访团购单位1000家；5) 持续推进分销系统全国化，启动“会员积分系统”；6) 推进所有电商平台的自营工作；7) 调整组织架构 ，成立君品事业部，合并浓香事业部、特许品牌事业部，进一步细分东北内蒙大区、西北大区。

资料来源：习酒历年经销商大会，申万宏源研究

5.2.4 管理层：核心领导人积极有为，2018年新董事长上任

2016年以来习酒实现跨越式发展，核心领导人张德芹功不可没。张德芹毕业以来即进入茅台工作，担任习酒董事长后，在品牌定位、产品线梳理、生产工艺、信息技术、渠道管理等方面对习酒进行了一系列变革。在张德芹的领导下，习酒抓住了2016年以来行业复苏的机会，销售收入迅速增长，利润率不断提升，成长为具有全国影响力的大型酒企。2018年8月，钟方达担任习酒董事长。钟方达出身于生产一线，对产品品质极为看重。钟方达行事稳健，在任期间推出君品习酒强化产品高端形象，积极扩张产能以备长期竞争，引领习酒向百亿目标稳健前行。

表 17: 张德芹个人简历

时间	履历
1995 年 7 月	毕业于贵州工业大学发酵工程专业
1995 年 7 月至 2004 年 4 月	进入贵州茅台酒股份公司从事生产管理工作
2004 年 4 月至 2010 年 5 月	贵州茅台酒股份公司总经理助理兼酒库车间主任
2010 年 5 月	任中国贵州茅台酒厂有限责任公司总经理助理, 贵州茅台酒厂(集团)习酒有限责任公司董事长(法定代表人)、总经理、党委副书记
2012 年 1 月	任中国贵州茅台酒厂有限责任公司党委委员、副总经理, 贵州茅台酒厂(集团)习酒有限责任公司党委书记、董事长(法定代表人), 全国青年委员、贵州青联商会会长
2018 年 1 月 31 日	任贵州省出席第十三届全国人民代表大会代表
2018 年 8 月	不再担任习酒公司党委书记、董事长、法定代表人职务
2019 年 6 月	任贵州现代物流产业集团党委委员、副总经理
2019 年 7 月	不再担任中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司党委委员、副总经理职务

资料来源: 凤凰网, 申万宏源研究

表 18: 张德芹对习酒的贡献

主要贡献	具体措施
初到习酒	在顺应中稳中求进, 有效消除茅台和习酒的文化隔阂, 推动企业变革。
“走出去”战略	从区域性品牌向全国知名品牌转移。张德芹在 2013 年提出, 到 2015 年开拓 20 个销售过亿元的省级目标市场, 其中 10 亿元以上的 2 个, 5 亿元以上的 10 个, 习酒重新进入中国白酒前十强, 成为全国酱香第二大品牌, 并确保习酒进入全国所有地级市。
品牌独立	改善利润必须从梳理习酒的品牌文化和产品线开始。张德芹力排众议将习酒定位于“君子之品”, 剥离习酒产品包装上的茅台标志, 独立市场运作。
国际化	深度拥抱全球化市场。习酒先后亮相了世界酒博会、国际烈性酒博览会等, 作为中国酒文化的代表走向世界。
内部管理	1) 渠道服务: 优胜劣汰法则。张德芹设计了一套业务人员考核体系, 每到一地, 便召集当地所有的经销商填表, 对习酒销售团队进行打分, 得分低者将被淘汰。 2) 人才建设: 聘请茅台 3 位骨干到习酒, 分别负责销售、制度建设和酿造工艺; 引入中高级管理人才, 负责股份制改革与企业文化建设; 每年前往各大院校座谈, 招募大学生; 要求对所有中层干部实行竞聘面试。 3) 信息系统: 引入茅台所开发的办公、财务等信息系统, 以改进运作效率。

资料来源: 凤凰网, 申万宏源研究

表 19: 钟方达个人简历

时间	履历
1985 年 9 月-1987 年 9 月	在习水酒厂任教师
1987 年 10 月-1991 年 9 月	任习水酒厂生技科副科长、科长
1991 年 10 月-1994 年 7 月	任习水酒厂厂长助理兼总调度长
1994 年 8 月-1998 年 9 月	任习酒股份有限公司副总经理
1998 年 10 月-2012 年 3 月	任贵州茅台酒厂(集团)习酒有限责任公司董事、党委委员、副总经理、常务副总经理等职务
2012 年 3 月-2018 年 8 月	任贵州茅台酒厂(集团)公司总经理助理, 习酒公司董事、党委副书记、总经理。
2018 年 8 月 1 日至今	任贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司总经理助理, 贵州茅台酒厂(集团)习酒有限责任公司党委书记、董事长、法定代表人, 兼任技术中心主任、贵州习酒销售有限公司执行董事。

资料来源: 凤凰网, 申万宏源研究

表 20：钟方达上任以来的主要动作

主要动作	具体措施
强化习酒高端品牌形象	集中资源，坚持窖藏 1988 主体大单品营销战略，坚持君品习酒高端白酒品牌定位。
扩大产能	2019 年规划投资 84.6 亿元建设 1.9 万吨酱香酒及配套项目，未来产能将扩充至近 5 万吨。
打造“世界酱香型白酒核心产区”	与茅台、郎酒、习酒、国台、珍酒、劲牌、钓鱼台 7 家酱酒企业共同签署《世界酱香型白酒核心产区企业共同发展宣言》，助力贵州酱香酒产业发展。

资料来源：凤凰网，申万宏源研究

5.3 国台：管理层持股比例高，股权商模式深度绑定渠道利益

5.3.1 复盘：二十年耕耘，终成硕果

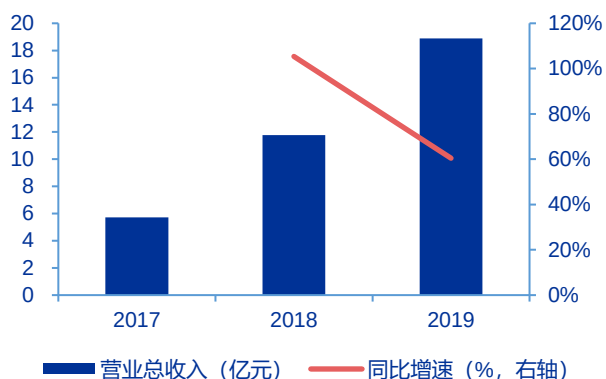
国台酒业历史最早可追溯至 1999 年，至今已有 20 年历史。1999 年知名药企天士力集团到茅台镇投资考察，最终收购了一家老字号酿酒企业。2001 年金士力酒业成立，次年被授予“茅台镇第二大酿酒企业”称号，为国台酒业的前身。2003-2007 年国台专注酿酒、存酒，但不卖酒。2012-2015 年行业深度调整期，国台转型升级。2016 年后，公司抓住发展机遇，推出核心单品国台国标酒，确立出厂年份+酿造年份双标注的真实年份概念，并以股权商形式深度绑定经销商利益，实现了跨越式发展。2017-2019 年，公司营收从 5.73 亿增长至 18.88 亿，CAGR 为 81.53%，归母净利润从 0.71 亿增长至 3.74 亿，CAGR 为 130.09%。2019 年公司接受上市辅导，2020 年提交招股说明书。

图 51：国台发展历史复盘

国台发展历史复盘	
1999-2007 专注酿酒、存酒，但不卖酒，潜心学习茅台，紧扣茅台镇话题。	寻源立本 1999 投资考察，收购茅台镇一老字号酿酒企业，库存大批年份老酒。 2001 贵州仁怀茅台镇金士力酒业有限公司成立。 2002 被授予“茅台镇第二大酿酒企业”称号。 2003-2007 扩建新产区，专注酿酒、存酒，但不卖酒。
2008-2012 确立品牌定位，销售、品牌第一波爆发式增长，初步奠定产区、品类、行业地位及高端消费者认知，以“国台现象”引发行业关注。	茁壮成长 2008 荣获 2007 年度纳税十强企业称号。 2009 国台酒业集团有限公司成立。 2010 确定“贵州国台酒·酱香新领袖”的品牌定位，国台·名人珍藏酒库落成。 2011 公司更名为“贵州国台酒业有限公司”；荣获“贵州十大名酒”称号；启动贵州国台酒庄有限公司建设，当年建设、当年投产，创造“国台速度”；
2013-2015 外部行业深度调整期，内部转型期，以二次创业的精神，建设国台酒庄，进行产品升级和营销创新。	调整蓄势 2013 防伪追溯系统正式上线； 2014 白酒行业进入深度调整期，国台转型升级； 2015 国台荣获中国好名酒金奖；品牌价值达 67.42 亿元。
2016 至今 提质量、扩产能、拓市场、细网络、强品牌、夯基础——推进主板上市。	立业建功 2016 正式启动主板上市计划； 2017 大单品“国台国标酒”上市，确立品质诚信·真实年份的行业标杆；以股权商的形式深度绑定经销商与公司利益；品牌价值破百亿，达 102.55 亿元。 2019 公司进入上市辅导期，稳步推进主板上市进程。国台品牌价值达 301.25 亿元。

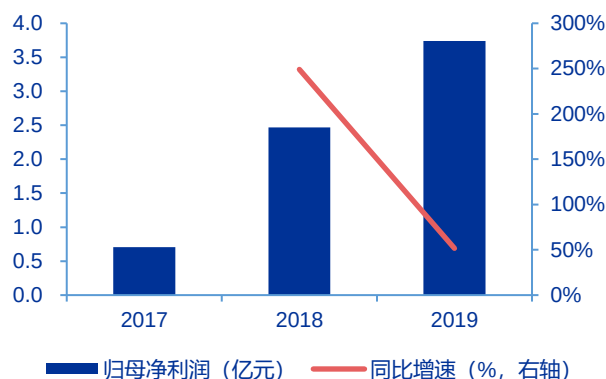
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 52: 2017-2019 国台销售收入及增速



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 53: 2017-2019 国台归母净利润及增速



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

5.3.2 产品：“一体两翼”，产品结构仍将提升

“一体两翼”的产品体系，国台国标为核心单品。公司产品主要定位于高端客户群体，形成了以国台主产品和系列酒为主体、定制酒和封坛珍藏酒并举的“一体两翼”产品线布局。公司目前核心单品为国台国标酒，终端成交价在 300-400 元之间，根据招股说明书数据，2019 年国台高端产品销售收入为 15.5 亿，国台国标酒为 10 亿级大单品。

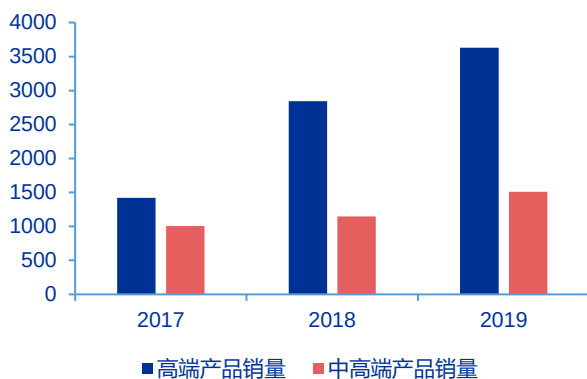
高端产品量价齐升，未来产品结构仍将提升。根据招股说明书数据，2017-2019 年，国台高端产品销售收入从 4.35 亿增长到 15.5 亿，CAGR 为 88.76%，其中销量贡献 59.85%，价格贡献 18.09%。高端产品量价齐升，推动国台销售收入迅速增长。展望未来，由于优质酱香酒产能稀缺和库存老酒限制，国台将重心转移至单价更高的国台十五年，产品结构将进一步提升。

图 54：国台产品体系

档次	产品体系	产品名称	500ml 零售价格 (元)	图例
超高端	封坛	封坛珍藏酒		
高端	标准	国台龙酒	2999	
		国台十五年	1289	
		国台·2014 年酿造	599	
		国台·2015 年酿造	559	
中高端	喜宴	国台麟酒 (百年好合)	449	
		国台麟酒 (喜结良缘)	339	
	坛酒	国台·国礼 (1.5L)	949	
	礼盒	国台酱酒	499	
		国台好礼·双支 (500ML*2)	649	

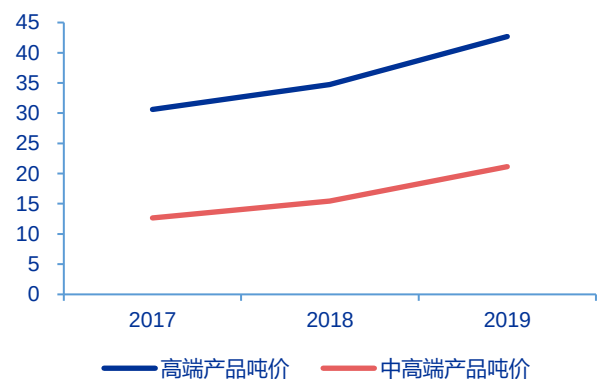
资料来源：公司官网，京东，申万宏源研究

图 55：2017-2019 国台高端产品销量增长迅速



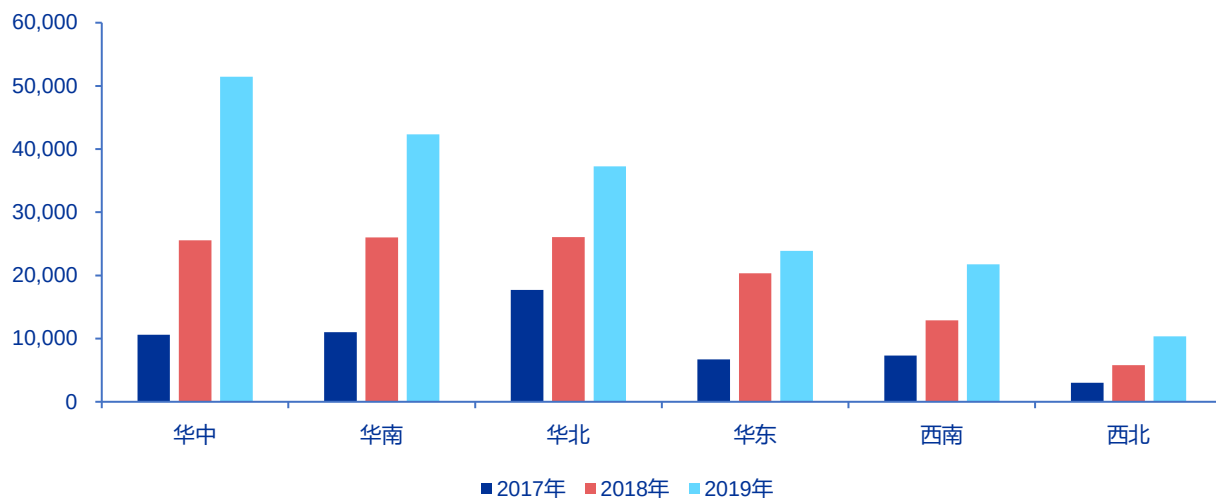
资料来源：招股说明书，申万宏源研究（单位为吨）

图 56：2017-2019 国台高端产品吨价有较大提升



资料来源：招股说明书，申万宏源研究（单位为万元/吨）

图 57：2017-2019 年国台收入区域分布



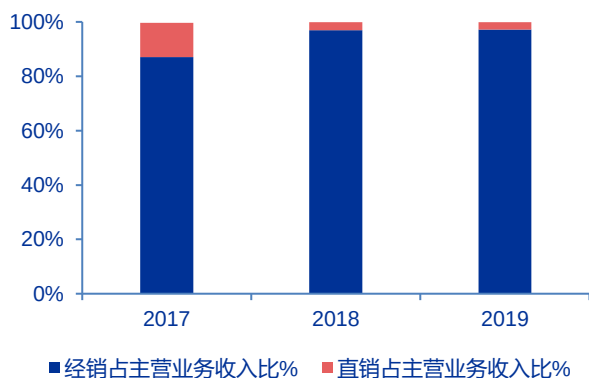
资料来源：招股说明书，申万宏源研究（收入单位为万元）

5.3.3 渠道：采用股权商模式，深度绑定经销商利益

国台采用分区域、定渠道的销售模式。国台销售模式以经销为主，直销为辅，2019 年经销模式收入占比 97%。经销方面，公司采用分区域、定渠道的销售模式，国台主产品、系列酒、封坛珍藏酒和定制酒中的尊享定制产品实行区域经销制，定制酒中的专销产品和文创产品实行产品总经销制。整体来看，国台的渠道模式主要是大商制，有利于快速抢占渠道资源和扩展市场。

采用股权商模式，深度绑定经销商利益。2017 年，国台推出面对优质经销商的股权激励计划，在全国范围内挑选优质经销商，签订股权合作书，约定经销商通过合伙企业拥有公司股权，若未完成销售指标，则退出部分股权。根据招股说明书，共 106 名经销商参与到国台的股权激励计划，通过持股平台金创合伙、共创合伙、合创合伙间接持股 17.31%，大经销商卡特维拉和粤强投资分别直接持股 1.24%和 1.19%，经销商合计持股 19.74%。国台酒业采用股权商模式，将经销商利益与公司利益深度绑定，有效提高了经销商忠诚度，激发了其积极性。

图 58：国台销售模式以经销为主



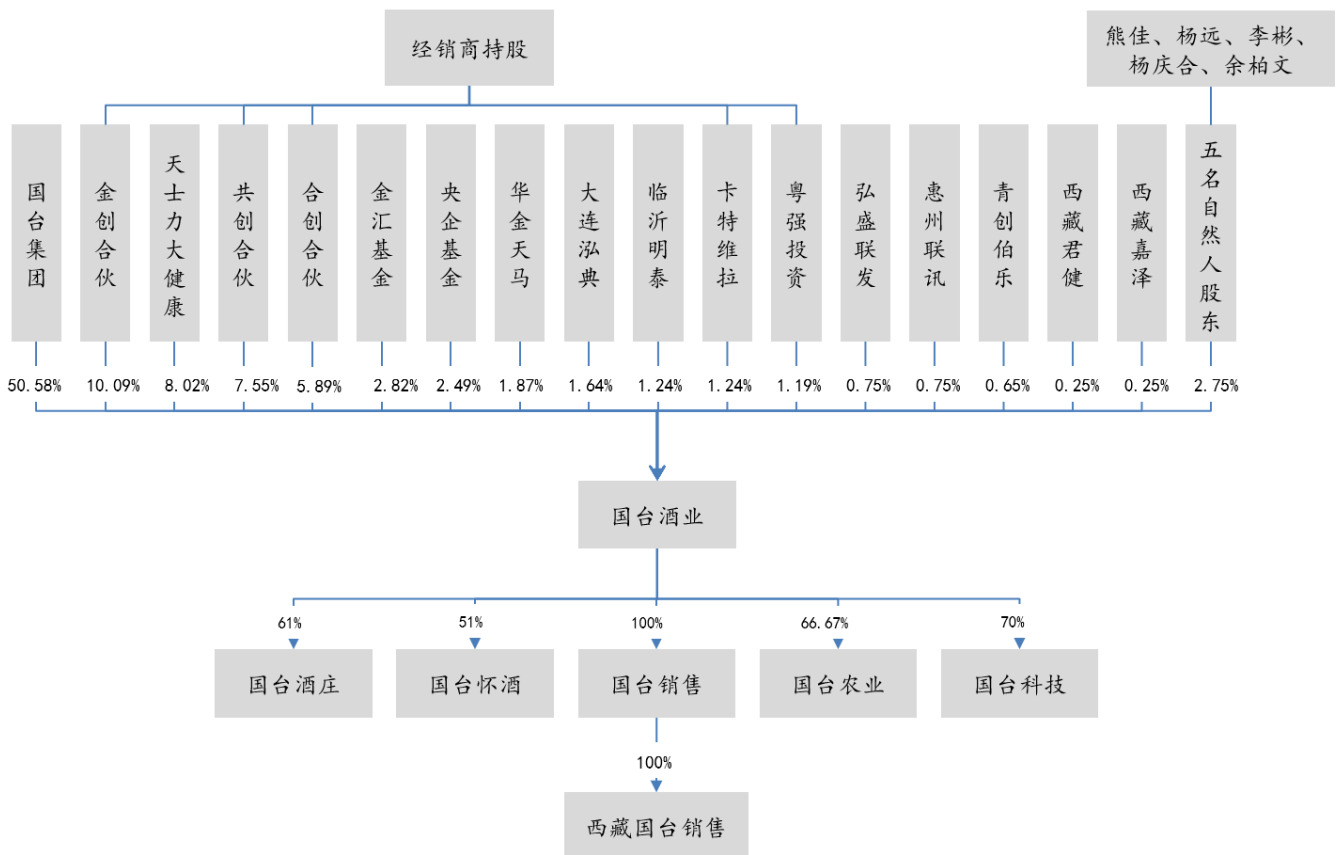
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 59：国台采用股权商模式，深度绑定经销商利益

经销商数量	持股平台	持股比例
30	金创合伙	7.42%
38	共创合伙	6.46%
34	合创合伙	3.43%
1	卡特维拉	1.24%
3	粤强投资	1.19%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 60：除去持股平台中国台集团所占部分，经销商实际持股比例接近 20%

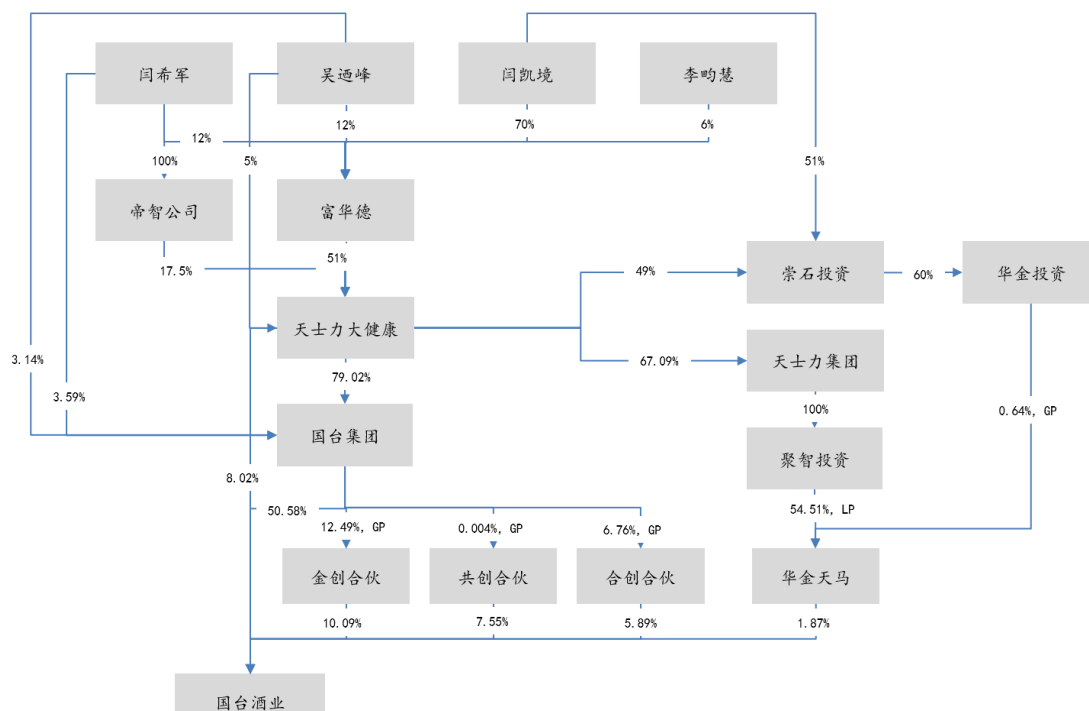


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

5.3.4 管理层：管理层持股比例高，激励充分

国台酒业实际控制人为董事长闫希军，同时也是天士力集团的实际控制人。IPO 前，闫希军及其亲属直接或间接持有国台酒业 40.26%的股份。管理层合计持股比例高达 46.24%，激励到位，与股东利益高度一致。国台酒业管理层多出身于天士力集团，同时也不乏行业经验丰富的销售及技术人才。董事长闫希军、董事吴迺峰及闫凯境、副董事长叶正良、董事张建忠五人均出身于天士力集团。总经理张春新及副总经理周欣乐、徐强、汤旭均为国家一级品酒师，专业技术强，其中张春新、汤旭曾负责过公司销售工作，徐强曾在茅台酒厂任职，具备丰富的销售及管理经验。

图 61：IPO 前闫希军及其亲属直接或间接持有 40.26% 的公司股份，可控制 84% 的公司股份



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 21：国台管理层个人简历

姓名	职务	个人简历
闫希军	董事长	历任天津天士力制药集团、天士力医药集团、天士力控股集团、国台酒业、国台集团董事长、总经理。
吴迺峰	董事	历任天士力制药集团、天士力控股集团、天士力医药集团总裁、董事，任国台酒业、国台集团董事。
闫凯境	董事	历任天士力医药集团、天士力控股集团、华金投资管理层，任国台集团及其前身董事。
叶正良	副董事长	历任天士力、天士力控股集团中药研究所、天津天士力之骄药业、天士力医药集团管理层。
张建忠	董事	历任天津天士力制药集团、天士力控股集团、天士力医药集团、国台集团、国台酒业管理层。
张春新	董事、总经理	国家一级品酒师。历任天士力控股集团总裁秘书，国台销售、国台酒业、国台酒庄总经理
李长文	副总经理	曾就职于天士力控股集团研究院、国台集团、国台酒业、国台酒庄、国台科技，从事技术和管理工作。
周欣乐	副总经理	国家一级品酒师、高级经济师。任天士力控股集团高级经理、国台酒业常务副总经理，国台酒庄总经理。
徐强	副总经理	国家一级品酒师。曾就职于贵州茅台酒厂。历任国台集团、国台酒业、国台酒庄管理层。
汤旭	副总经理	国家一级品酒师。历任国台销售公司销售副经理、市场销售部部长、销售副总经理等。
闫明	副总经理	曾就职于天士力控股集团，历任国台酒业行政部经理、总监等。
项建宁	财务总监	高级会计师。曾就职于天士力控股集团研究院、天津金士酒业、国台酒业，从事财务工作。
刘海波	董事会秘书	曾就职于北京摩托罗拉、上海证券交易所等，从事研发、监管和管理的工作。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

6. 风险提示

酱香酒行业目前处于快速增长期，短期看，优质酱酒具备保值增值的金融属性，且当

前渠道利润很高，渠道囤货意愿较强，短期可能会形成一定的社会库存。当前酒企和渠道预期和信心积极乐观，各大酱香酒企均在扩张产能，预计未来十年酱香酒产能将翻倍增长，若需求增长慢于供给增长，行业可能会出现量价失衡的情况。当前酱酒主要的价格带处于次高端价格带，商务和大众消费为主，消费能力和意愿受居民收入水平 and 经济周期影响，若经济下行明显，整体中高端白酒的需求会受到一定影响。

表 22：重点白酒公司盈利预测表

公司简称	股价(元)	归母净利润 (亿)					增速				PE			评级	总市值 (亿)
	(09-14)	18A	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	20PE	21PE	22PE		
贵州茅台	1,766.00	352.0	412.1	462.5	551.8	643.0	17%	12%	19%	17%	48	40	35	买入	22184
五粮液	230.08	133.8	174.0	205.2	253.4	298.5	30%	18%	23%	18%	44	35	30	买入	8931
泸州老窖	146.44	34.9	46.4	54.6	68.8	85.9	33%	18%	26%	25%	39	31	25	买入	2145
洋河股份	136.65	81.2	73.8	73.9	79.9	88.1	-9%	0%	8%	10%	28	26	23	买入	2059
古井贡酒	236.50	17.0	21.0	22.0	26.3	31.8	24%	5%	20%	21%	54	45	37	买入	1191
山西汾酒	211.60	14.7	19.4	24.9	31.3	38.7	32%	28%	26%	24%	74	59	48	买入	1844
水井坊	66.48	5.8	8.3	6.6	9.5	11.7	43%	-21%	45%	23%	50	34	28	增持	325
今世缘	48.41	11.5	14.6	16.1	19.8	24.8	27%	10%	23%	25%	38	31	25	买入	607
顺鑫农业	69.19	7.4	8.1	9.2	12.8	16.9	9%	14%	39%	32%	56	40	30	买入	513
口子窖	57.47	15.3	17.2	16.3	18.9	21.6	12%	-5%	16%	15%	21	18	16	增持	345

资料来源：Wind、申万宏源研究；注：口子窖 20-22 年采用万得最新一致预测。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加**微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

